

# La salida de las comunidades autónomas al mercado de deuda: una mirada desde el debate europeo

Mario Alloza, Mar Delgado-Téllez y Javier J. Pérez\*

**El significativo endeudamiento de las comunidades autónomas, y la dependencia de algunas de estas de la financiación a través de préstamos bilaterales de la Administración central, han dado lugar a un debate sobre cuál debería ser el diseño de un marco permanente, y estable, para la cobertura de las necesidades de financiación de las administraciones regionales mediante emisión de deuda. En este artículo se analizan las distintas alternativas disponibles, basadas en elementos argumentales del actual debate sobre la reforma fiscal y financiera en la eurozona. El debate europeo presenta similitudes importantes con el nacional, en particular en los temas de “reducción del riesgo” (necesidad de reducción de los niveles de deuda) y “compartición del riesgo” (diseño de un marco permanente de acceso a los mercados por parte de los países más vulnerables en condiciones similares al resto, en particular en momentos de estrés macroeconómico).**

59

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 271 | JULIO/AGOSTO

La crisis económica ha afectado al endeudamiento de las administraciones públicas españolas en dos dimensiones. Por un lado, su nivel de deuda se ha incrementado notablemente, llegando a superar el 100% del PIB en el año 2014. Por otro, la crisis ha supuesto una transformación en el sistema de cobertura de necesidades de financiación para las comunidades autónomas.

En 2018, más del 60% de la deuda de las comunidades, en conjunto, se financió a través del Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas<sup>1</sup>, sistema instrumentado mediante presta-

mos bilaterales entre el Estado y las comunidades autónomas y que permite a estas disfrutar de los menores costes de financiación del Estado.

Dada la prolongación en el tiempo de este sistema, que nació con un carácter transitorio, cabe cuestionar cuál debería ser el diseño deseable para un marco estable de financiación a través del endeudamiento, en el medio plazo. En este artículo se utilizan elementos argumentales del debate sobre la reforma fiscal y financiera de la eurozona para analizar las distintas alternativas disponibles para su diseño.

\* Banco de España. Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad exclusiva de sus autores y no tienen por qué coincidir con las del Banco de España o el Eurosistema.

<sup>1</sup> Este fondo, implementado el 1 de enero de 2015, incluye el Fondo en liquidación para la Financiación de Pago a Proveedores y el Fondo de Liquidez Autonómica. Véase Delgado-Téllez *et al.* (2015).

## Caracterización de la situación actual de la cobertura de las necesidades de financiación de las comunidades autónomas

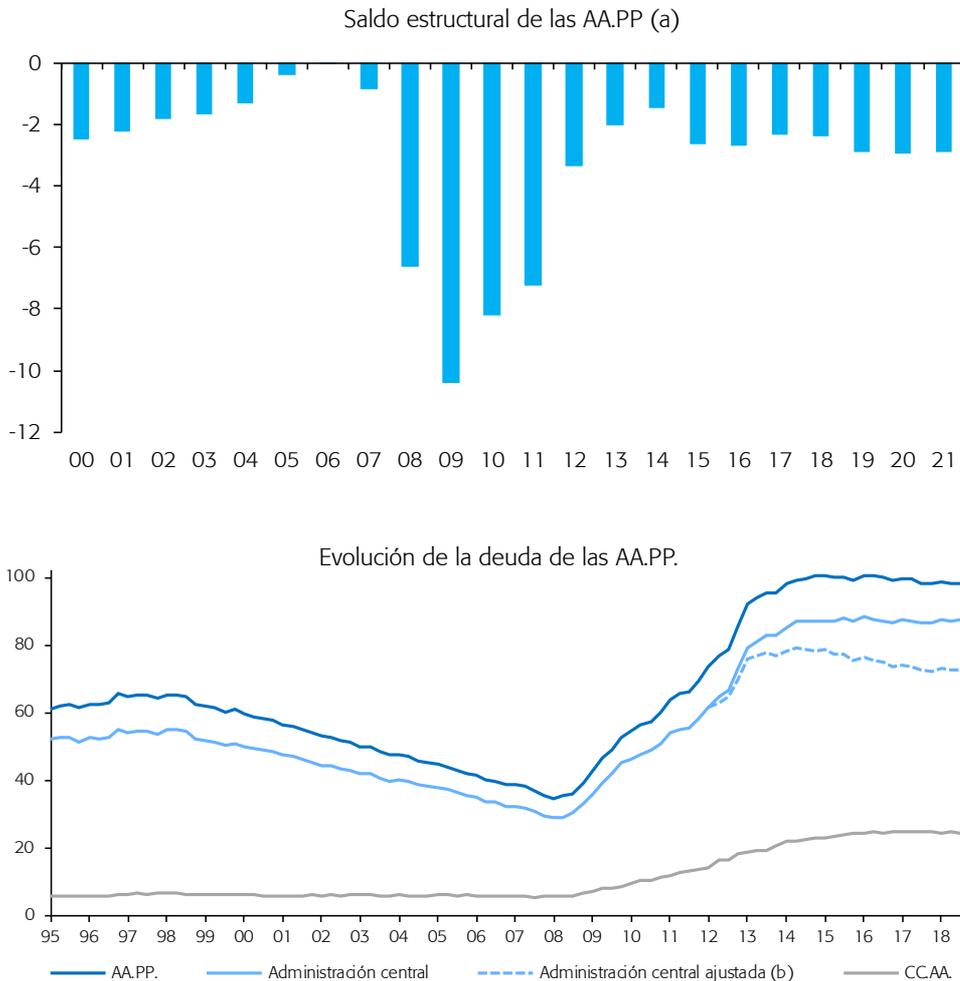
La deuda de las administraciones públicas como ratio del PIB –en su conjunto y por subsecto-

res– se sitúa actualmente en niveles muy elevados desde el punto de vista histórico (gráfico 1)<sup>2</sup>. En un contexto de necesaria reducción de los volúmenes de deuda en el medio plazo, dos elementos resultan cruciales. En primer lugar, el cumplimiento de reglas fiscales que permitan anclar la credibilidad de los agentes en el proceso de desalancamiento

Gráfico 1

### Evolución del saldo estructural y de la deuda de las administraciones públicas

(En porcentaje del PIB)



a) Previsiones del Informe trimestral de marzo 2019 del Banco de España.

b) Ajustada de la deuda de las comunidades autónomas con el fondo de financiación de CCAA.

Fuente: Banco de España.

<sup>2</sup> La Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) establece un límite de deuda del 60% del PIB. Este objetivo se reparte asignando para el Estado y las comunidades autónomas un límite del 44% y 13% del PIB, respectivamente. Véase Hernández de Cos y Pérez (2013) para una discusión detallada del contenido de dicha ley.

público (Hernández de Cos *et al.*, 2018) y atenuar las vulnerabilidades derivadas de cambios en el sentimiento inversor. En segundo lugar, habida cuenta de las interdependencias entre los distintos niveles de las administraciones públicas, el proceso de reducción de la deuda debería ser generalizado para sus distintos subsectores.

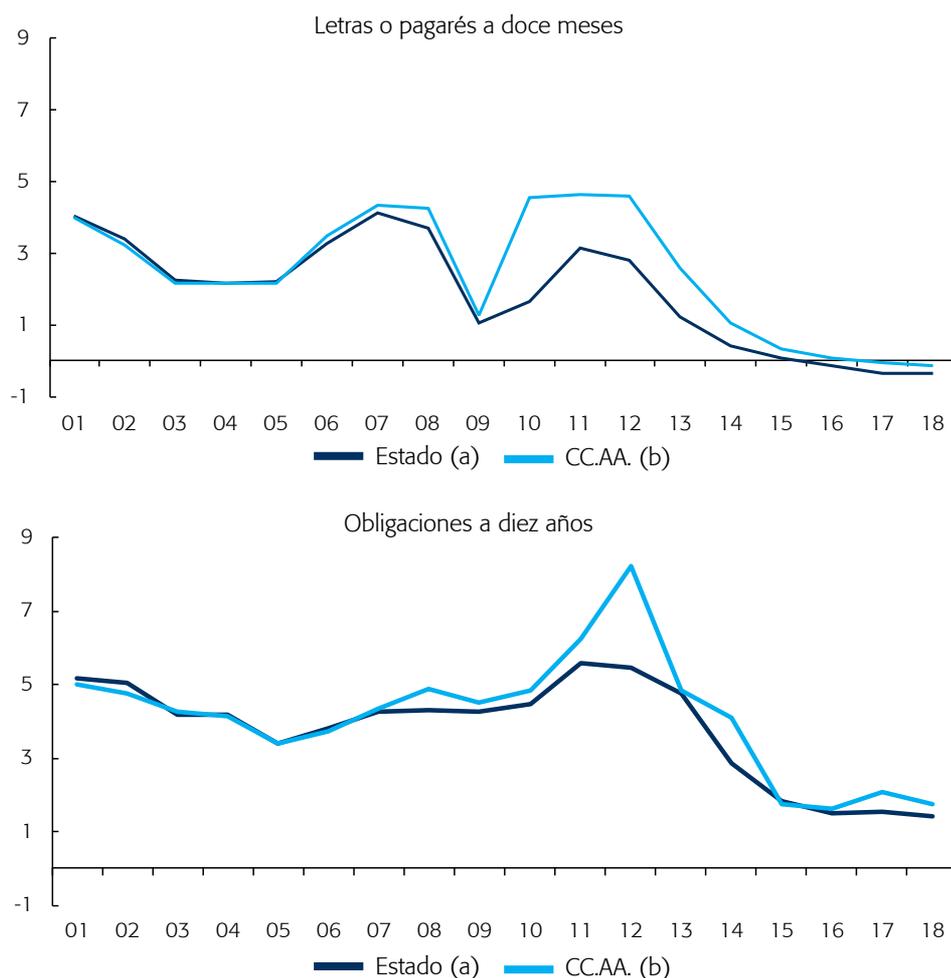
Esta dependencia entre administraciones se pone de relieve en el vínculo entre los costes de financia-

ción de la Administración central y los de las comunidades autónomas (gráfico 2). La captación de fondos por parte de estas en los mercados de deuda tiene asociada una prima de riesgo con respecto a la emisión de deuda por parte del "soberano" (emisiones de la Administración central). En tanto que exista la posibilidad de transferencia de parte del riesgo de la deuda subcentral a la soberana, esto podría ocasionar un aumento del coste agregado de financiación del conjunto de las administraciones públicas.

Gráfico 2

### Rendimiento anual promedio de las emisiones de deuda del Estado y de las comunidades autónomas

(Rendimiento en porcentaje)



a) Tipos marginales efectivos de nuevas emisiones.

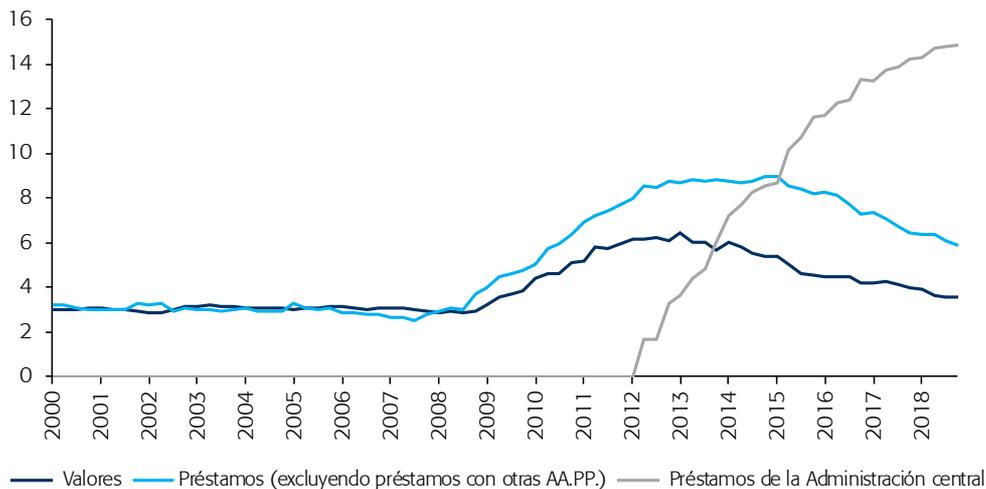
b) Promedio ponderado de las rentabilidades de las emisiones de las CC.AA. (elaboración propia).

Fuentes: Dirección General del Tesoro y Política Financiera, Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Bolsas y Mercados Españoles, boletines oficiales de las CC.AA. e Instituto Valenciano de Finanzas.

Gráfico 3

**Valores y préstamos de las comunidades autónomas**

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

El diseño actual del sistema de cobertura de los requisitos de financiación de las comunidades autónomas responde a necesidades excepcionales de liquidez que tuvieron lugar durante la crisis económica. La característica importante de este sistema es que la Administración central actúa como principal financiador de las comunidades (gráfico 3), imponiendo una condicionalidad basada en la supervisión reforzada de las finanzas públicas de aquellas que requieren dicha vía de financiación<sup>3</sup>.

Este sistema ha dado lugar a que la deuda subcentral en España sea elevada desde un punto de vista internacional. Esta situación, unida a la existencia de un marco de reglas de disciplina presupuestaria como el establecido en la LOEPSF, plantea la cuestión sobre cuál debería ser el sistema permanente que permita a las comunidades autónomas captar nueva financiación. En particular, el sistema debería tener en cuenta la situación inicial de las finanzas de las comunidades, su capacidad de

atender a compromisos futuros de pago de deuda, y la percepción por parte de los agentes de que dichos compromisos se van a cumplir.

### La salida de las comunidades autónomas al mercado: lecciones del debate europeo

El debate sobre la reforma del sistema de cobertura de las necesidades de financiación de las comunidades autónomas presenta similitudes con algunos elementos de la actual discusión sobre la reforma de la gobernanza económica en la eurozona, en particular en los temas de “reducción del riesgo” (necesidad de reducción de los niveles de deuda) y “compartición del riesgo” (diseño de un marco permanente de acceso a los mercados por parte de los países más vulnerables en condiciones similares al resto, en particular en momentos de estrés macroeconómico)<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> El uso de los Fondos de Financiación a Comunidades Autónomas, conjuntamente con la existencia de un entorno de bajos tipos de interés y un elevado peso de los préstamos sobre el total de deuda de las comunidades, ha permitido que estas reduzcan sustancialmente su coste medio de la deuda. Véase Jiménez y López (2017) para un análisis más detallado.

<sup>4</sup> La semejanza entre el debate sobre la financiación autonómica y las relaciones entre Estados miembros de la Unión Europea está patente en, por ejemplo, las similitudes entre la redacción de la cláusula de “no rescate” implementada en la LOEPSF (artículo 8) y 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).

En esta sección se utilizan algunos de estos elementos para articular los diferentes escenarios de financiación a los que podrían optar las comunidades autónomas (gráfico 4).

En primer lugar, existe la posibilidad de prolongar de forma indefinida el actual sistema de financiación basado en la existencia de un

*El debate sobre la reforma del sistema de cobertura de las necesidades de financiación de las comunidades autónomas mediante deuda presenta similitudes con algunos elementos de la actual discusión sobre la reforma de la gobernanza económica en la eurozona, en particular en los temas de “reducción de riesgo” y “compartición del riesgo”.*

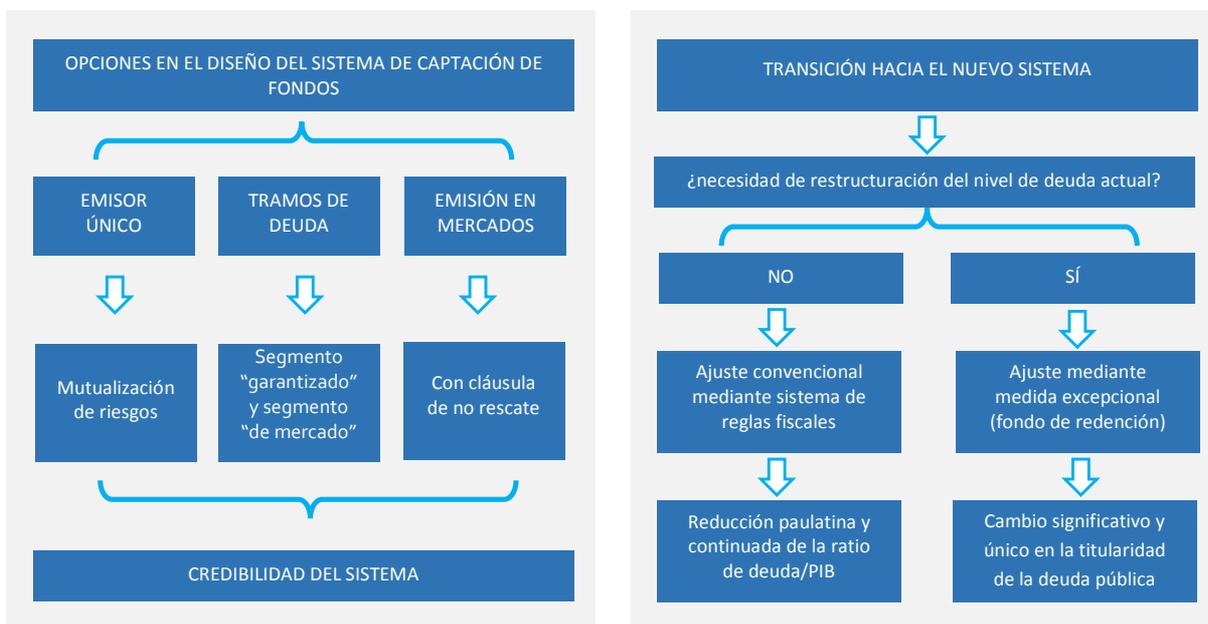
emisor único de activos de deuda pública (el Gobierno central), que acceda a los mercados

a captar los fondos que son canalizados hacia las comunidades autónomas a través de préstamos. Este sistema supone en la práctica una mutualización de riesgos entre las comunidades participantes y la Administración central, garantizando la financiación ante eventualidades idiosincrásicas que pudieran afectar a una región en particular.

Sin embargo, este sistema, en la medida en que traslada las vulnerabilidades derivadas de la situación presupuestaria de una Administración regional a los costes de financiación del Estado, puede generar ineficiencias derivadas de la gestión de los recursos comunes. Para corregir este problema, esta alternativa solo puede funcionar si se observa el cumplimiento estricto de medidas que incentiven un comportamiento fiscal disciplinado. Estas medidas tienen su reflejo en la legislación vigente, materializada en la LOEPSF a nivel nacional, que desarrolla un marco de reglas fiscales destinadas a promover la disciplina pre-

Gráfico 4

La salida de las comunidades autónomas al mercado: lecciones de la discusión a escala europea



supuestaria<sup>5</sup>, y que reproduce en gran medida la normativa europea al respecto. El cumplimiento estricto de dichas reglas, especialmente en el caso de que una Administración regional se encuentre intervenida por el Gobierno central, es esencial para el correcto funcionamiento del sistema.

Una segunda alternativa para la cobertura de necesidades de financiación de las administraciones regionales se basa en la división de la deuda de estas entidades en distintos tramos que difieran en la asignación de la responsabilidad de pago. Así, la emisión de deuda por debajo de cierto umbral compatible con la disciplina presupuestaria<sup>6</sup> se podría realizar a través de la Administración central, es decir, con una mutualización total de riesgos, beneficiándose de las ventajas señaladas anteriormente<sup>7</sup>. La emisión de deuda por encima de este umbral, se llevaría a cabo en el mercado de capitales, mediante la emisión de deuda subordinada<sup>8</sup>.

Esta deuda subordinada incluye condiciones menos ventajosas que el resto de valores, debido, por ejemplo, a un menor orden de prelación de los tenedores en el caso de un proceso de reestructuración<sup>9</sup>. Este tipo de emisiones

conlleva un incremento en el coste marginal de financiación, por lo que generaría incentivos para mantener una política presupuestaria disciplinada a nivel regional. Sin embargo, resulta especialmente relevante que la emisión de deuda en el mercado (el tramo que se sitúa por encima de un umbral establecido) incluya de forma detallada y vinculante un contrato que permita a los compradores de este activo una correcta evaluación del riesgo asociado (por ejemplo, las condiciones precisas en las que se ejecutaría un posible procedimiento de reestructuración) (véase Bénassy-Quéré *et al.*, 2018).

Una tercera alternativa de financiación es la participación directa, sin mutualización con el Estado, de las administraciones regionales en el mercado de capitales. Si bien la viabilidad de esta alternativa viene determinada por el tamaño y frecuencia de las emisiones (en relación con los costes asociados a este proceso), la captación de recursos en el mercado de deuda pública permite un mayor grado de autonomía a las administraciones en sus decisiones de financiación. Además, esta alternativa podría facilitar el acceso a una financiación con menor coste a aquellos gobiernos regionales que ofrezcan una señal de disciplina presupuestaria.

<sup>5</sup> En particular, la LOEPSF incorpora límites al déficit público, una regla de control del gasto y objetivos explícitos sobre el nivel de deuda pública. 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, véase Hernández de Cos y Pérez (2013).

<sup>6</sup> La LOEPSF establece un límite de deuda para las comunidades autónomas del 13% del PIB.

<sup>7</sup> Este mecanismo podría implementarse mediante la utilización del marco actual de financiación regional (FLA) o mediante la emisión conjunta de valores de deuda de la Administración regional y central (Delgado-Téllez, González y Pérez, 2016).

<sup>8</sup> Véase Delpla y von Weizsäcker (2010) para una propuesta de introducción de *seniority* en el mercado de deuda pública, encaminada a fomentar la distinción explícita de distintos niveles de riesgo en los valores de deuda según el nivel de endeudamiento del emisor. En su propuesta original, referida a la financiación de los estados de la eurozona, los autores dividen la emisión de deuda en dos tipos de valores. En primer lugar, "bonos azules", emitidos de forma mancomunada entre Estados miembros que avalarían su deuda soberana hasta un 60% del PIB. Por encima de ese umbral, los Estados se financiarían mediante "bonos rojos" (con carácter exclusivamente nacional), que incluyen condiciones menos favorables en caso de procesos de reestructuración de deuda. Brunnermeier *et al.* (2011) ofrecen una forma alternativa de crear distintos tramos de deuda basada en la titulación de bonos.

<sup>9</sup> Otras formas de introducir distintos grados de subordinación se basan en la emisión de bonos ligados al PIB. Véase Benford, Ostry y Shiller (2018) para una discusión detallada.

Es importante destacar que las condiciones del acceso de las comunidades autónomas al mercado de capitales dependen del cumplimiento estricto de dos elementos presentes en la actual

---

*Una alternativa se basa en la división de la deuda en distintos tramos que difieran en la asignación de responsabilidad de pago. Por debajo de cierto umbral, la emisión se podría realizar a través de la Administración central, con una mutualización total de riesgos. Y por encima del umbral, se ejecutaría mediante deuda subordinada en el mercado de capitales.*

---

legislación (LOEPSF). Por un lado, dado que los mercados no funcionan siempre de manera eficiente y, en determinadas situaciones, su papel como elemento disuasorio de políticas fiscales inadecuadas puede ser reducido, es necesario garantizar el cumplimiento de las reglas presupuestarias que impidan la acumulación de desequilibrios fiscales continuados por parte de las administraciones regionales. Por otro lado, la existencia de una cláusula creíble de no rescate por parte del Gobierno central resulta necesaria para promover el potencial efecto de disciplina fiscal inducido por los mercados. El cumplimiento estricto de esta cláusula requiere que existan procedimientos adicionales que permitan anclar las expectativas de los agentes económicos sobre su cumplimiento. Por ejemplo, la inclusión de mecanismos automáticos de reestructuración de la deuda como condición necesaria para el acceso a fondos de ayuda de la Administración central, aumentaría la credibilidad de la cláusula de no rescate y favorecería el efecto disciplinante del mercado de capitales, introduciendo, en particular, procesos de discriminación entre las primas de riesgo de la deuda de las distintas administraciones.

La participación en el mercado de capitales (presente en las alternativas segunda y tercera

planteadas anteriormente) conlleva riesgos asociados a las fluctuaciones en los costes de financiación. En particular, bajo ciertas circunstancias, los mercados pueden cambiar repentinamente la forma en que se valora la capacidad de pago de los compromisos asumidos por los emisores de valores. La exposición a este riesgo es mayor para las entidades con un alto nivel de deuda, a pesar de la eventual solidez de los aspectos fundamentales de la economía. Por esto algunos economistas han alertado sobre los riesgos que supone basar este tipo de sistema en la imposición de la “disciplina de mercado” en economías altamente endeudadas (véase Tabellini, 2018).

---

*En el supuesto de operaciones ad hoc de redención de parte de la deuda, sería necesario reforzar el mecanismo con elementos vinculantes que eliminen la presencia de riesgo moral e inconsistencia temporal, como la inclusión de cláusulas de salvaguarda que permitan revertir las operaciones de redención, para inducir así un comportamiento de disciplina fiscal.*

---

Una potencial solución a este problema es el cumplimiento del marco de reglas fiscales existentes, que permita generar un superávit primario compatible con una senda de reducción de la deuda a través de un plan de estabilización a medio plazo. Sin embargo, este proceso podría alargarse durante décadas hasta lograr una disminución de la ratio de deuda sobre el PIB que minimice el problema señalado anteriormente e implica una renuncia a la política fiscal regional como herramienta de estabilización contracíclica.

De manera alternativa, han surgido propuestas basadas en operaciones *ad hoc* encaminadas a la reducción del nivel de deuda de una economía<sup>10</sup>. Estas propuestas tienden a articularse en torno a dos elementos comunes: por un lado la creación de un fondo de redención (por ejemplo, una agen-

<sup>10</sup> Véase Pàris y Wyplosz (2014) y Cioffi *et al.* (2019). La naturaleza de la operación de redención se basa en el argumento de que el gran aumento de la deuda experimentado en la última década obedece a aspectos exclusivamente relacionados con la crisis económica, es decir, una percepción de la deuda como *legado* de condiciones económicas previas.

cia interregional) que permita comprar y retirar del mercado la parte de la deuda de una Administración que se sitúa por encima de un umbral aceptable (por ejemplo el exceso de deuda por encima del 13%), mientras se financia con la emisión de sus propios activos. Por otro lado, los participantes en este mecanismo comprometen un flujo de recursos futuros que permita el funcionamiento del fondo de redención<sup>11</sup>.

La viabilidad de este proceso reside en la credibilidad que generen los participantes sobre el cumplimiento de las reglas fijadas. Las administraciones involucradas en la operación de redención de la deuda pueden tener incentivos para comportarse de forma indisciplinada, por ejemplo mediante la emisión de deuda por encima de un umbral determinado. Esta posibilidad puede inducir a los compradores de la deuda emitida por el fondo de redención a exigir una mayor prima de riesgo, dado que anticipan dificultades en la viabilidad de la operación, y futuras intervenciones de la Administración central. Por esta razón, resulta necesario reforzar el mecanismo con elementos vinculantes que permitan eliminar la presencia de riesgo moral e inconsistencia temporal, como pueden ser la inclusión de cláusulas de salvaguarda que faculten la reversión de las operaciones de redención de deuda o la implementación de un mecanismo automático de reestructuración que induzca un comportamiento de disciplina fiscal entre los participantes.

## Conclusiones

El sistema actual de cobertura de las necesidades de financiación vía deuda de las administraciones autonómicas se diseñó como un mecanismo transitorio, vinculado a condiciones particulares del momento de su creación que ya no se obser-

van en la actualidad. En este sentido, el debate europeo sobre la reforma fiscal y financiera de la eurozona ofrece elementos que pueden ayudar a enriquecer el debate sobre el diseño de un nuevo marco, permanente. El entorno macroeconómico actual, caracterizado por los bajos tipos de interés y un escenario de expansión económica, aunque con riesgos, representa una oportunidad para llevar a cabo esta reforma<sup>12</sup>.

## Referencias

- BENFORD, J., OSTRY, J. D. y SHILLER, R. (2018). *Sovereign GDP-Linked Bonds: Rationale and Design*. CEPR Press.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A., BRUNNERMEIER, M., ENDERLEIN, H., FARHI, E., FRATZSCHER, M., FUEST, C., GOURINCHAS, P., MARTIN, P., PISANI, F., REY, H., SCHNABEL, I., VÉRON, N., WEDER DI MAURO, B. y ZETTELMEYER, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform". *CEPR Policy Insight No. 91*.
- BRUNNERMEIER, M., GARICANO, L., LANE, P., PAGANO, M., REIS, R., SANTOS, T., THESMAR, D., VAN NIEUWERBURGH, S. y VAYANOS, D. (2011). *European Safe Bonds*. The Euronomics Group.
- CANTALAPIEDRA, C. y JIMÉNEZ, S. (2017). Financiación del endeudamiento autonómico: entre el FLA y los mercados. *Cuadernos de Información Económica*, 256, pp. 59-69.
- CIOFFI, M., ROMANELLI, M., RIZZA, P. y TOMMASINO, P. (2019). Outline of a redistribution-free debt redemption fund for the euro area. *Occasional Papers*, 479, Bank of Italy.
- CORSETTI, G., FELD, L. P., LANE, P., REICHLIN, L., REY, H., VAYANOS, D. y WEDER DI MAURO, D. (2016). *A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt, Monitoring the Eurozone 2*. London: CEPR Press.

<sup>11</sup> Existen diferentes propuestas que varían en tamaño y horizonte de implementación de la operación de redención, los recursos que dedican para su financiación (IVA, impuesto sobre el patrimonio, recursos de señoreaje) o los mecanismos que se utilizan para inducir credibilidad en la operación. Para más detalles, véase Corsetti *et al.* (2016), así como las referencias contenidas.

<sup>12</sup> Cantalapietra y Jiménez (2017) alertan del posible riesgo que supone la permanencia en el tiempo del FFCCAA, en la medida en que comunidades que se financien exclusivamente a través de este mecanismo pueden encontrarse con importantes costes en la vuelta a los mercados de capitales.

- DELGADO-TÉLLEZ, M., GONZÁLEZ, C. I. y PÉREZ, J. J. (2016). El acceso a la financiación de los mercados por parte de la administración regional: experiencia internacional y desarrollos recientes. *Boletín Económico*, febrero. Banco de España, pp. 21-32.
- DELGADO-TÉLLEZ, M., HERNÁNDEZ DE COS, P., HURTADO, S. y PÉREZ, J. J. (2015). Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España. *Documento Ocasional, N°1501*. Banco de España.
- DELPLA, J. y VON WEIZSÄCKER, J. (2010). The blue bond proposal. *Bruegel Policy Brief 2010/03*, mayo.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., LÓPEZ RODRÍGUEZ, D. y PÉREZ, J. J. (2018). Los retos del desapalancamiento público. *Documento Ocasional, N° 1803*. Banco de España.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. y PÉREZ, J. J. (2013). La nueva ley de estabilidad presupuestaria. *Boletín Económico*, abril. Banco de España, pp. 65-78.
- JIMÉNEZ, S. y LÓPEZ, C. (2017). La reducción del coste de la deuda de las comunidades autónomas. *Cuadernos de Información Económica, 261*, pp. 23-30.
- PÁRIS, P., y WYPLOSZ, C. (2014). PADRE: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. *Geneva Special Report on the World Economy, 3*, ICMB and CEPR.
- TABELLINI, G. (2018). *Risk sharing and market discipline: Finding the right mix*. Voxeu.org