

---

# Sostenibilidad Financiera del Financiamiento Subnacional a Través de la Deuda\*

Otaviano Canuto y Lili Liu\*\*

Traducción: Rebeca Elizalde Hernández

I. La Creciente Importancia del Financiamiento Subnacional a Través de la Deuda.....	79
II. La Crisis Financiera: Impacto y Respuesta .....	81
III. Cuestiones Estructurales de Largo Plazo.....	84

---

\* *Este artículo elaborado en 2010 y editado por el Banco Mundial con el nombre de Subnational Debt Finance: Make It Sustainable. La versión original del documento fue tomada del sitio: [http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/C13TDAT\\_219-238.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/C13TDAT_219-238.pdf).*

\*\* *Los autores agradecen a Xiaowei Tian del Departamento de Política Económica y Deuda del Banco Mundial por el excelente apoyo de investigación para la producción del presente documento.*



## I. LA CRECIENTE IMPORTANCIA DEL FINANCIAMIENTO SUBNACIONAL A TRAVÉS DE LA DEUDA

La deuda de los gobiernos estatales y locales, así como la de los organismos públicos descentralizados o empresas paraestatales ha ido creciendo en importancia. En Brasil, la deuda de los gobiernos subnacionales representa el 30 por ciento del total de la deuda del sector público. La deuda de los estados en la India es de cerca del 27 por ciento del PIB de país (el porcentaje sería aún mayor si se considerara la deuda en los estados financieros de las empresas que suministran servicios de agua o energía eléctrica, que son totalmente o en su mayoría propiedad de los estados). El crecimiento en el porcentaje que representa la deuda de los gobiernos subnacionales en las finanzas públicas consolidadas no se limita a los países federales. En Francia, los gobiernos subnacionales realizan el 70 por ciento de la inversión pública. Incluso en los países en los cuales han variado recientemente los niveles de descentralización fiscal, los gobiernos subnacionales están realizando un porcentaje cada vez mayor de inversión pública, por ejemplo, 50 por ciento en Indonesia y Turquía, aproximadamente.<sup>1</sup>

Tres tendencias estructurales han contribuido al incremento del financiamiento subnacional que incluye el incremento de la deuda de los gobiernos subnacionales como porcentaje de la deuda

---

<sup>1</sup> Los datos provienen de las páginas web gubernamentales y de los Equipos de Países del Banco Mundial

pública total. Primero, los procesos de descentralización en muchos países han otorgado a los gobiernos subnacionales ciertas responsabilidades de gasto, autoridad para recaudar tributos, así como la capacidad de incurrir en endeudamiento. Con el acceso de los gobiernos centrales a los mercados financieros, los gobiernos subnacionales están presionando para acceder a estos mercados también, particularmente, debido al incremento del poder político de los gobiernos regionales y subnacionales que es una fuerza motora en la descentralización.

Segundo, el grado de urbanización sin precedentes en los países en vías de desarrollo requiere el financiamiento de infraestructura urbana de gran escala que absorba los flujos masivos de las poblaciones rurales. El endeudamiento permite a los gobiernos subnacionales asegurar de manera inmediata los beneficios de las inversiones de capital de gran magnitud, en vez de esperar a que el ahorro en el gasto corriente sea acumulado de manera suficiente para financiar tales inversiones. Las inversiones en infraestructura benefician a las generaciones futuras las cuales, por lo tanto, deben asumir también su costo. El endeudamiento subnacional financia infraestructura más equitativamente entre los usuarios de las distintas generaciones, ya que el servicio de la deuda puede corresponder a la vida económica de los activos que la deuda está financiando. Así, la infraestructura puede ser pagada por los beneficiarios de la misma.

Tercero, el mercado de deuda subnacional en los países en vías de desarrollo ha estado transformándose notablemente. El capital privado ha surgido para desempeñar un papel importante en el financiamiento de los gobiernos subnacionales en países tales como Polonia, Rumania y la Federación Rusa. Los bonos subnacionales compiten cada vez más con los créditos bancarios tradicionales. A pesar de la interrupción temporal de los mercados de crédito subnacional durante la crisis, se espera que continúe la tendencia hacia el desarrollo de mercados de crédito subnacional más diversificados. Los gobiernos subnacionales o sus entidades, en diversos países, ya han emitido el instrumento de los bonos (por ejemplo China, Colombia, la India, México, Polonia, Rusia y Sudáfrica). Más países están considerando un marco de políticas que facilite el desarrollo de mercados de deuda subnacional (por ejemplo Indonesia), mientras que otros están permitiendo a algunas entidades

subnacionales llevar a cabo transacciones piloto y actividades para el desarrollo de capacidades (por ejemplo, Perú).

## II. LA CRISIS FINANCIERA: IMPACTO Y RESPUESTA

La crisis financiera global tuvo un profundo impacto en el financiamiento subnacional en los países. Un crecimiento nacional y regional más lento o negativo ha reducido en términos generales los ingresos propios de los gobiernos subnacionales; el impacto preciso está influenciado por cómo se estructuran sus ingresos. Los gobiernos subnacionales que tienen una fuerte dependencia de ingresos o recaudación generados por actividades económicas altamente cíclicas, tales como la industria de la vivienda o de la exportación de materias primas (*commodities*) habrán experimentado un impacto más negativo que los gobiernos subnacionales con fuentes de ingresos más estables como los impuestos sobre la propiedad basados en valuaciones diferidas. Los gobiernos subnacionales que dependen en gran medida de los impuestos sobre las ventas, o sobre el valor agregado así como del impuesto sobre la renta, también habrán experimentado una reducción en sus ingresos. Las transferencias fiscales que están basadas en fórmulas con un desfase temporal sufrirán menos impacto inmediato, aunque las presiones solamente se posponen.

El deterioro en el balance primario es conducido por una reducción en los ingresos en combinación con la rigidez o la continuidad del gasto. En general, las necesidades fiscales de los países están aumentando pero el espacio fiscal se hace cada vez más estrecho, lo que resulta en un deterioro de la situación fiscal entre las regiones y niveles de gobierno. En el conjunto de países denominado como BRIC (Brasil, Rusia, la India y China), y en cuatro economías avanzadas (Australia, Canadá, Francia y España) el déficit fiscal incrementó, excepto en Brasil, de 2008 a 2009.<sup>2</sup>

Las principales calificadoras han considerado que el impacto de la recesión económica sobre las cualidades crediticias de los gobiernos subnacionales ha sido significativo (Fitch Ratings 2009; Moody's Investor

---

<sup>2</sup> Ver Canuto y Liu (2010) para mayor detalle. Para Brasil, la mejora en 2009 fue en gran medida el resultado de una caída en el pago de intereses como porcentaje del PIB (de 1.85 por ciento en 2008 a 0.47 por ciento en 2009). Este declive está vinculado con la deflación en el Índice General de Precios, que indexa la deuda estatal a la del gobierno federal.

Service 2010; S&P 2010). De octubre de 2008 a Enero de 2010, las calificaciones de Moody's afectaron a 72 gobiernos subnacionales, es decir, el 24 por ciento del universo calificado fuera de los Estados Unidos. El noventa y seis por ciento de los movimientos fueron a la baja.<sup>3</sup> Hubo un cambio hacia panoramas negativos para 2009 en las calificaciones de Fitch para los gobiernos subnacionales europeos, y la presión a la baja continuó en 2010. De manera similar, la calificaciones negativas de S&P's para los gobiernos subnacionales europeos excedieron a las positivas en 2009, y esa tendencia continuó presente en la primera mitad de 2010.

Una restricción de liquidez y una mayor aversión al riesgo condujeron, en términos generales, a mayores costos de financiamiento en el punto más álgido de la crisis, según muestra la medición de los costos de emisión de bonos soberanos.<sup>4</sup> Aunque el costo del financiamiento ha disminuido desde mediados de 2009, el rápido incremento en los niveles de deuda pública en muchos países tiende a elevar las tasas de interés a largo plazo (Blommestein 2010). El diferencial de rentabilidad de la emisión de bonos subnacionales (fuera de los Estados Unidos) se incrementó de manera constante desde el primer trimestre de 2008 al segundo trimestre de 2009, mientras que los plazos de vencimiento exhibieron, en general, una tendencia a disminuir desde el tercer trimestre de 2007 al primer trimestre de 2009. Analizando más a fondo el diferencial de rentabilidad, el incremento del diferencial fue ocasionado principalmente por el aumento en el diferencial de los bonos con un vencimiento menor a siete años, mientras que el impacto sobre aquellos con un vencimiento de siete años o más no ha sido significativo. Sin embargo, el porcentaje de bonos subnacionales con un plazo de vencimiento de siete años o más disminuyó de 60 por ciento en 2007 a 41 por ciento en 2009. En los Estados Unidos, el diferencial para los bonos municipales a 10 años, garantizados por ingresos tributarios (*General Obligations Bonds*), calificados con AAA, aumentó en 200 puntos base, del cuarto trimestre de 2007 al cuatro trimestres de 2008.<sup>5</sup> Existen, sin embargo, diferencias

3 *Por ejemplo, el 31 por ciento de los gobiernos subnacionales calificados en Europa Central y del Este, y de la Mancomunidad de Estados Independientes (Commonwealth), experimentaron calificaciones a la baja. En comparación, seis por ciento de los estados calificados en América Latina bajaron su calificación.*

4 *Es difícil obtener datos comprensivos de los costos y la estructura de los créditos bancarios otorgados a los gobiernos subnacionales.*

5 *La fuente de información sobre los bonos emitidos por los gobiernos subnacionales fuera de los Estados Unidos es DCM Analytics. La cobertura de datos para la*

significativas en el acceso al financiamiento y en el costo de la deuda los gobiernos subnacionales de los distintos países.

Para contener la crisis financiera global, los países lanzaron políticas económicas contracíclicas. La capacidad de los gobiernos subnacionales de amortiguar el impacto de la crisis está enmarcada por las respuestas a nivel nacional. Los gobiernos centrales instrumentaron una serie de medidas para ayudar a los gobiernos subnacionales a sortear la crisis. Estas incluyeron el relajamiento de las metas fiscales y de endeudamiento así como la ampliación del espacio fiscal para el endeudamiento adicional (por ejemplo Brasil y la India), la creación de una línea de crédito para los gobiernos subnacionales que sufrieran una pérdida de transferencias fiscales (por ejemplo, Brasil), otorgamiento de créditos de bajo costo para los gobiernos subnacionales e incremento de las transferencias fiscales (como en Rusia), otorgamiento de financiamiento a los gobiernos subnacionales para la inversión en infraestructura y otros servicios clave, y la expansión del acceso de los gobiernos subnacionales a los mercados de capital a través de la emisión de bonos “subsoberanos” (por ejemplo, China). En los Estados Unidos, la Ley para la Recuperación y la Reinversión Norteamericana de 2009 (*American Recovery and Reinvestment Act*) otorgó cerca de 135 mil millones de dólares de financiamiento emergente para ayudar a los estados a evitar los recortes draconianos en el suministro de servicios.<sup>6</sup>

---

*emisión de bonos con un vencimiento mayor a tres años está incompleta. Los datos pueden no incluir a las empresas total o en su mayor parte propiedad de los gobiernos subnacionales (tales como las empresas de servicios públicos) excepto en China y la India. Los datos para los Estados Unidos son de Bloomberg. Los bonos municipales en los Estados Unidos incluyen a los emitidos por los estados, municipios, e instrumentos de propósitos especiales de los gobiernos subnacionales. El incremento en 200 puntos base fue de -28 a 170. El rendimiento para los bonos del tesoro a 10 años disminuyó en 45 por ciento mientras que el rendimiento de los bonos municipales respaldados por ingresos tributarios (general obligation bonds) a diez años calificados con AAA incrementó cinco por ciento del cuarto trimestre de 2007 al cuarto trimestre de 2008.*

6 Fuentes: páginas web de los gobiernos; Fitch (2009); NGA/NASBO (2009); y Equipos de Países del Banco Mundial.

### III. CUESTIONES ESTRUCTURALES DE LARGO PLAZO

Viendo más allá de la crisis y la estabilización, los países en desarrollo tendrán que ocuparse de una serie de cuestiones estructurales de largo plazo relativas al financiamiento de los gobiernos subnacionales por medio de la deuda. La rápida urbanización, con una migración de las zonas rurales hacia las urbanas sin precedentes, continuará demandando una inversión masiva en infraestructura urbana –inversión que en muchos países ya ha sido descentralizada a los gobiernos subnacionales. Los países en vías de desarrollo invierten un promedio anual de 3 a 4 por ciento de su PIB en infraestructura, muy por debajo de lo que se considera requerido. La escala y sustentabilidad del financiamiento de la infraestructura de los gobiernos subnacionales dependerá de manera crítica de los fundamentos macroeconómicos de la deuda soberana, el marco regulatorio del endeudamiento subnacional, la gestión de los pasivos implícitos y contingentes, y el desarrollo de mercados de crédito subnacional competitivos y diversificados.

#### Fundamentos Macroeconómicos

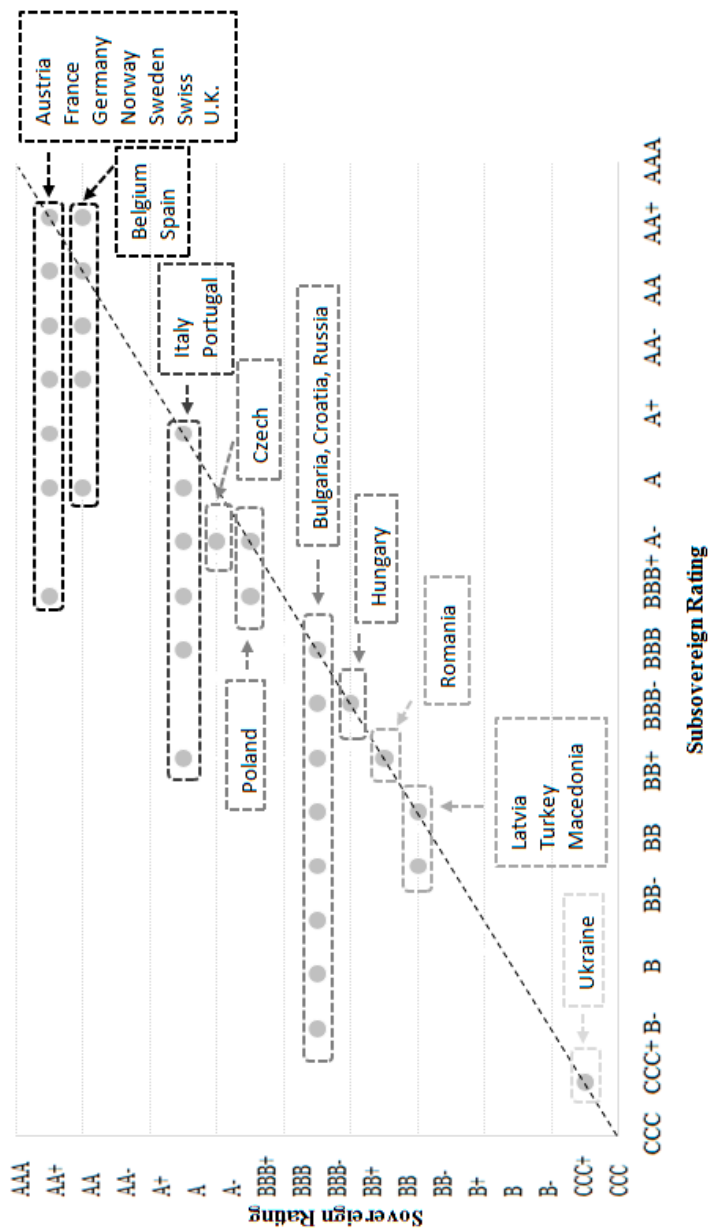
Los fundamentos macroeconómicos de la deuda soberana continuarán siendo vitales para la sostenibilidad fiscal de los gobiernos subnacionales. Con el retiro gradual de los paquetes de estímulos fiscales y el fin de la inyección de liquidez al mercado, las presiones sobre la capacidad fiscal de los gobiernos subnacionales podrían incrementarse a través de distintos canales, tales como la reducción de las transferencias fiscales y el incremento en los costos de endeudamiento.

Las principales agencias calificadoras internacionales (Fitch, Moody's y S&P's) ponen un tope a las calificaciones crediticias de la deuda subnacional en función de la calificación de la deuda soberana, y raramente, las calificaciones de la deuda subnacional exceden a la de la deuda soberana (Figura 1.1). La gestión macroeconómica de un país y los riesgos para todo el país no solo afectan a las condiciones económicas, fiscales y financieras generales en las que operan los gobiernos subnacionales, sino que también restringen su capacidad de generar ingresos. El gobierno nacional comúnmente tiene un amplio rango de facultades constitucionales que le otorgan prioridad en el derecho a las reservas internacionales y otros recursos. Así, en una crisis



financiera, el gobierno nacional querrá tener la capacidad de cumplir con sus obligaciones de deuda interna y externa por delante de los gobiernos subnacionales. La relación del “techo” de calificación crediticia aplica de manera menos estrecha en los instrumentos de deuda en moneda nacional. Incluso en los casos en los que los gobiernos subnacionales posean reservas en moneda extranjera que están fuera del alcance del gobierno nacional, éste podría imponer, no obstante, controles de capital o de tipo de cambio para restringir los flujos de capital al extranjero e inhabilitar a gobiernos subnacionales para pagar su deuda extranjera. En resumen, es sumamente improbable que el gobierno nacional incurra en incumplimiento antes que cualquiera de los gobiernos subnacionales lo haga.

**Figura 1.1 Correlación entre las calificaciones de la deuda soberana y de los gobiernos subnacionales en los países europeos**



Fuente: Standard & Poor's: <http://www.standardandpoors.com>.

Nota: El tamaño de la muestra es de 141 gobiernos subnacionales de 22 países europeos. Un punto de la gráfica puede representar múltiples gobiernos subnacionales puesto que muchos de ellos comparten las mismas calificaciones en la deuda soberana y subnacional. Los únicos gobiernos subnacionales cuya calificación es mayor a la de la deuda soberana de su país son la Comunidad Autónoma del País Vasco, y la de Navarra en España (el único punto que está por debajo de la línea de 45°). Las calificaciones utilizadas son del 23 de febrero de 2010.

## Marco regulatorio de la deuda subnacional

Con el financiamiento de los gobiernos subnacionales por medio de la deuda viene el riesgo de la insolvencia. Durante la década de 1990, países tales como Brasil, Hungría, la India, México, Rusia y Turquía, experimentaron presiones fiscales o crisis de deuda a nivel subnacional, que los condujeron a realizar reformas en el marco regulatorio del endeudamiento subnacional y de los riesgos crediticios. Países desarrollados como Francia y los Estados Unidos tuvieron sus propias experiencias con la insolvencia de los gobiernos subnacionales, que los llevaron a establecer sistemas para regular los riesgos.<sup>7</sup>

Una fuerte motivación de los países para desarrollar marcos regulatorios es la de atender el problema de las leves restricciones presupuestales.<sup>8</sup> Éstas permiten a los gobiernos subnacionales gastar más allá de sus medios, negando la posibilidad de que existan incentivos competitivos y fomentando la corrupción y la búsqueda o el ofrecimiento de rentas políticas. (Weingast 2007). Los rescates financieros incondicionales de gobiernos subnacionales en problemas por parte del gobierno central generan riesgo moral. Los participantes del mercado pueden tolerar una política fiscal no sostenible de un gobierno subnacional si la historia respalda su percepción de que el gobierno central implícitamente garantiza el servicios de la deuda de los gobiernos subnacionales (Ianchovichina, Liu y Nagarajan 2007). Sin embargo, los marcos regulatorios por sí

---

7 *Con cerca de 200 años de desarrollo del mercado de deuda subnacional, los Estados Unidos instrumentaron una serie de reformas legales e instituciones. Entre éstas, muchos estados impusieron límites constitucionales a su deuda en la década de 1840, después de una crisis de deuda de los estados (Wallis 2004), la promulgación del Capítulo 9 de la Ley de Quiebra durante la Gran Depresión (McConnell y Picker 1993), y un sistema de publicación de información a través de internet (Haines 2009). La descentralización en Francia comenzó en 1982. Después de episodios de insolvencia de los gobiernos subnacionales, a principios de la década de 1990, se desarrolló un sistema regulatorio.*

8 *En los Estados Unidos, el principio de no rescate financiero fue establecido durante la crisis de incumplimiento de los estados en la década de 1840 (Wallis 2004). En Hungría, la motivación para establecer un marco de insolvencia para los gobiernos subnacionales fue el imponer una severa restricción presupuestal a los gobiernos subnacionales y cambiar la percepción de sus líderes de que existía una garantía implícita del gobierno central. En Brasil, después de rescates financieros a gobiernos subnacionales, por parte del gobierno federal en 1997, éste último exigió ajustes fiscales subnacionales a cambio del alivio de la deuda.*

solos no pueden asegurar una política fiscal sostenible. Un sistema de transferencias de aportaciones que sirve para llenar vacíos (*Gap-filling grant transfer system*), por ejemplo, induce a los gobiernos subnacionales a operar déficit fiscales. La falta de fuentes de ingresos propios para los gobiernos subnacionales en muchos países socava su capacidad para hacer correcciones fiscales. Además, un mercado de capital competitivo pone precio al riesgo y al rendimiento de los créditos subnacionales lo que contribuye a disciplinar el endeudamiento subnacional por el lado del mercado de capital. Pero esta disciplina del mercado podría verse socavada por un monopolio en la oferta de créditos a los gobiernos subnacionales (Liu y Waibel 2008).

Los marcos regulatorios consisten de dos componentes: (a) reglas fiscales ex ante para los gobiernos subnacionales que estipulen los propósitos, tipos y límites de los instrumentos de deuda, así como los procedimientos de emisión; y (b) reglas para la reestructuración de la deuda ex post en el caso de que los gobiernos subnacionales se vuelvan insolventes. Los mecanismos de insolvencia incrementan las consecuencias negativas derivadas de evadir las reglas ex ante tanto para los prestatarios como a los prestadores, fortaleciendo así las reglas preventivas. En muchos países los marcos regulatorios siguen evolucionando, y el ritmo en el que reúnen un rango completo de elementos regulatorios varía.

Liu y Waibel (2008) señalan algunos elementos comunes en las regulaciones ex ante en los distintos países. Primero, el endeudamiento a largo plazo debe ser sólo para gasto de inversión, esto es, un presupuesto equilibrado neto, quitando la inversión.<sup>9</sup> Segundo, se deben imponer límites en variables fiscales clave tales como las proporciones del servicio de la deuda, y los techos a las garantías.<sup>10</sup> Tercero, cada vez más, los

---

9 *Entre los países en vías de desarrollo que han adoptado esta “regla dorada” están: Brasil, Colombia, la India, Perú, Rusia y Sudáfrica. El endeudamiento a corto plazo para financiar el capital circulante debe ser permitido, pero con disposiciones para evitar que los gobiernos refinancien la deuda como forma para financiar déficits operativos.*

10 *En la India, la legislación sobre la responsabilidad fiscal en muchos estados especifica la eliminación de los déficit recaudatorios y la reducción de los déficit fiscales. En Colombia, los gobiernos subnacionales tienen la prohibición de endeudarse si la relación interés-ahorros operativos es mayor a 40 por ciento y la relación deuda-ingreso corriente es mayor a 80 por ciento. En Brasil, los convenios de reestructuración de la deuda del gobierno federal y los estados en*

marcos legales incluyen requisitos para que los gobiernos subnacionales establezcan un marco fiscal a mediano plazo y procesos presupuestarios transparentes.<sup>11</sup> Este requisito tiene la intención de asegurar que la contabilidad fiscal se mueva dentro de una trayectoria de deuda sustentable y que el ajuste fiscal sea de mediano plazo para responder mejor a los impactos y las trayectorias divergentes de las variables macroeconómicas clave. También fomenta un proceso presupuestario más transparente a través de los debates de mayor perspectiva entre los distintos poderes ejecutivo y legislativo sobre las prioridades de gasto, las fuentes de financiamiento y los ajustes fiscales requeridos.

Las reglas fiscales ex ante para el financiamiento de los gobiernos subnacionales a través de la deuda también pueden estar respaldadas por reglas para los acreedores. Para mejorar la transparencia fiscal, México introdujo un sistema de calificación crediticia para gobiernos subnacionales. Aunque la participación de los gobiernos subnacionales en esta calificación crediticia es voluntaria, los requisitos de la ponderación de riesgo de capital de los créditos bancarios introducidos en el año 2000 y las disposiciones relativas a las pérdidas introducidas en el 2004 están dirigidas a imponer una disciplina fiscal subnacional a través de la valoración (*pricing*) de los créditos subnacionales en el mercado. En Colombia, la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal (2003) fortaleció las regulaciones por el lado de la demanda. Para prestar a los gobiernos subnacionales se debe cumplir con los requisitos y límites de diversas regulaciones, como la Ley 617 y la Ley 817. De lo contrario, el contrato de crédito es inválido y los fondos prestados deben ser restituidos sin intereses u otros cargos.

La regulación ex post –esto es, los mecanismos para responder a la insolvencia– se avoca a los gobiernos subnacionales insolventes.<sup>12</sup> Ésta sirve a múltiples objetivos: hacer cumplir las restricciones presupuestarias sobre los gobiernos subnacionales, mantener un nivel esencial de servicios al tiempo en que los gobiernos subnacionales llevan a cabo una

---

1997 establecieron una lista de objetivos incluyendo la relación deuda-ingreso neto y gasto en personal. En los Estados Unidos, la mayoría de los estados establecen límites fiscales para sí mismos y para sus gobiernos locales. Para mayor información ver Liu y Waibel (2008).

11 Brasil, Colombia, India y Perú, por ejemplo. (Liu y Waibel, 2008).

12 Para una comparación detallada entre países con sistemas subnacionales insolventes, incluyendo el diseño y la motivación ver Liu y Weibel (2009).

reestructuración de la deuda, y restaurar la salud financiera de los gobiernos subnacionales para que puedan reingresar al mercado financiero. La necesidad de un marco colectivo para resolver las demandas de pago de la deuda es causada por los conflictos entre acreedor y deudor, y entre los propios acreedores. La aplicación de los remedios que los acreedores establecen en normas contractuales, en lugar de aplicar los mecanismos de quiebra son efectivos para hacer cumplir obligaciones vencidas discretas. Sin embargo, las demandas individuales o las negociaciones se vuelven poco efectivas si existe una incapacidad generalizada para pagar. Cada acreedor puede tener diferentes intereses y disposiciones de seguridad para la deuda que se tiene con ellos y a menudo demandarán un trato preferencial y amenazarán con descarrilar la reestructura de la deuda negociada entre la mayoría de los acreedores y el gobierno subnacional deudor –el llamado “*holdout problem*” (McConnell y Picker 1993). Este problema causa incertidumbre y prolonga los procesos de reestructuración de la deuda. El “holdout problema” o problema del ainti-canje no es tan serio si las deudas se concentran en unos pocos bancos. Sin embargo, un marco colectivo para la reestructuración en caso de insolvencia cobra mayor importancia conforme el desarrollo de un mercado de bonos subnacionales –con miles de acreedores.

En lo concerniente al diseño de los procedimientos de insolvencia surgen un número de consideraciones clave –a decir, la diferencia fundamental entre la insolvencia pública y la privada, la elección entre el proceso administrativo o el judicial (incluyendo el punto hasta el cual la autoridad legal de los gobiernos subnacionales puede verse afectada judicial o administrativamente), así como la operación del procedimiento de insolvencia en sí. Sobre el primer punto, la naturaleza pública de los servicios proporcionados por los gobiernos explica la diferencia fundamental entre la insolvencia pública y la privada. Cuando una empresa privada se va a la quiebra, todos los activos de la corporación son potencialmente sujetos de embargo. En contraste, la capacidad de los acreedores de embargar activos de los gobiernos subnacionales está sumamente restringida en muchos países. Así, los mecanismos de insolvencia para los gobiernos subnacionales generalmente implican la reorganización, no la liquidación de los activos.

La elección del tipo de proceso varía entre los países dependiendo de su historia, de su estructura política y económica y de la motivación que

tengan para establecer mecanismos de insolvencia.<sup>13</sup> Los procedimientos judiciales ponen a los tribunales en el asiento del conductor. Los tribunales toman decisiones clave para guiar los procesos de reestructuración, incluso sobre cuándo y cómo se debe desencadenar la insolvencia del gobierno subnacional, establecer prioridades para asignar los créditos entre los demandantes en competencia, y cuáles servicios se mantendrán. Debido a que la remisión de la deuda es muy compleja, el proceso judicial tiene la ventaja de neutralizar las presiones políticas durante la reestructuración. Sin embargo, debido a que los mandatos en materia presupuestaria corresponden al ámbito ejecutivo y legislativo en muchos países, la capacidad de los tribunales para influenciar los ajustes fiscales en los gobiernos subnacionales es limitada. Las intervenciones administrativas, en contraste, usualmente permiten al gobierno central un mayor nivel de intervención en la entidad en cuestión, al asumir temporalmente la responsabilidad política directa en muchos aspectos de la administración financiera.<sup>14</sup>

## La administración de los pasivos implícitos y contingentes

La crisis financiera global reafirmó la importancia de administrar los pasivos implícitos y contingentes que están fuera de los presupuestos y de

---

13 *En Hungría, el objetivo de neutralizar las presiones para el rescate financiero de los gobiernos subnacionales insolventes favoreció el proceso judicial. El proceso en Sudáfrica es un híbrido que mezcla la intervención administrativa con la intervención de los tribunales en la reestructuración y remisión de la deuda. En Brasil, el gobierno federal eligió un proceso administrativo en 1997 e impuso un paquete de ajustes fiscales y de la deuda. El resolver el problema anti canje durante la Gran Depresión, cuando los incumplimientos municipales fueron generalizados, fue la primera motivación de los Estados Unidos para promulgar el Capítulo 9 de la Ley de Quiebras (McConnell y Picker 1993). No existe un proceso uniforme entre los estados. La aprobación del estado es una precondition para que los municipios se acojan al Capítulo 9 en una corte federal. Muchos estados tienen su propio sistema para lidiar con la insolvencia municipal.*

14 *En algunas instancias, el nivel superior de gobierno ha reestructurado las obligaciones de deuda subnacional en instrumentos de deuda de mayor plazo. En el caso de la insolvencia en que incurrió la ciudad de Nueva York en 1975, se estableció una Corporación de Asistencia Municipal para que emitiera bonos estatales a mayor plazo, para pagar la obligación de vencimiento a corto plazo de la ciudad, bajo la condición de que la ciudad implementara reformas en la administración fiscal y financiera (Bailey 1984). Los convenios de deuda entre el gobierno federal brasileño y los 25 estados se enfocaron en la reestructuración de la deuda y en las reformas fiscales.*

los balances generales de la contabilidad gubernamental oficial. Más allá de los bien conocidos pasivos que no están reflejados en la contabilidad oficial (tales como el financiamiento del déficit a través de los montos pendientes de pago, posible con un marco de contabilidad con base en flujo de efectivo), existen dos tipos de riesgos fiscales soberanos y dos tipos de pasivos contingentes que tienden a crecer en importancia en los países en vías de desarrollo.

Primero, los gobiernos subnacionales en muchos países han realizado una gran parte de la inversión en infraestructura<sup>15</sup>. Los gobiernos subnacionales a menudo crean instrumentos con propósitos especiales (SPVs por sus siglas en inglés) para la construcción de infraestructura o para realizar otras inversiones públicas. Tales instrumentos pueden jugar un papel importante en el desarrollo de redes de infraestructura que transgredan los límites de las administraciones subnacionales, ya que tales límites pueden no ser compatibles con la naturaleza tecnológica de las redes de infraestructura. En los Estados Unidos los *Revenue Bonds* (bonos municipales respaldados por ingresos derivados de una fuente específica), como SPV's, contabilizan cerca de dos tercios de la emisión anual de bonos subnacionales que equivale a ceca de \$400 mil millones de dólares durante el periodo 2005 a 2009.<sup>16</sup> En Francia, las *sociétés d'économie mixte locales* (SEMs por su acrónimo en francés) –que son empresas público privadas en las que el gobierno subnacional tiene la mayor parte de las acciones– son un instrumento importante para el desarrollo de infraestructura para, por ejemplo, el manejo de residuos o el suministro de agua para un gran número de municipios pequeños.<sup>17</sup> En las calificaciones de Fitch de 13 gobiernos subnacionales franceses, el monto de la deuda pendiente de los SEMs, que incluye las garantías

15 *Junto con el sector privado , los gobiernos subnacionales son los principales inversionistas en infraestructura en un número creciente de países de ingreso medio como China, India e Indonesia (Banco Asiático de Desarrollo 2007). Este patrón es similar al de los países de la Unión Europea, en donde los gobiernos subnacionales contribuyen en dos terceras partes a la formación bruta de capital a nivel nacional (Dexia 2006).*

16 *Los datos de 2005 a 2008 son provienen de la Federal Reserve Board. Los datos para 2009 son de Thomson Reuters. La proporción ha sido más o menos la misma desde la década de 1970.*

17 *Más de 20,000 municipios tienen menos de 500 habitantes, y 32,000 municipios tienen menos de 2,000 habitantes (Direction Générale des Collectivités Locales 2009).*



otorgadas por los gobiernos subnacionales a tales instrumentos, fue cercano al monto de la deuda directa neta pendiente de los gobiernos locales.<sup>18</sup> En China, el financiamiento a través de instrumentos SPVs subnacionales ha sido de mucha utilidad en la transformación de la infraestructura urbana de gran escala que no tiene precedentes en las últimas dos décadas, y la deuda de los gobiernos subnacionales (en este tipo de instrumentos) se reporta mayor a la de la deuda soberana.<sup>19</sup> Desde finales de la década de 1990, los SPVs se han convertido en importantes instrumentos para el financiamiento de la infraestructura en los estados y municipios de la India. Los SPVs a menudo forman sociedades con financieros y operadores privados. Las Asociaciones Público Privadas presentaron un incremento siete veces mayor en el periodo entre 2006-2008 en comparación con el periodo 1990-92 (Engel 2010).

A pesar de los tremendos beneficios que ofrecen los SPVs, existen riesgos fiscales significativos. Comúnmente, los gobiernos subnacionales proporcionan garantías implícitas o explícitas para el endeudamiento en el mercado a través de los SPVs. Países tales como la India y Polonia han regulado las garantías explícitas.<sup>20</sup> Los retos surgen de las garantías implícitas, que influyen en la evaluación del riesgo por parte de los acreedores. Además, en muchos países en vías de desarrollo, no existe una estandarización de la contabilidad, el registro, el cobro y la presentación de información de la deuda en la que se incurre a través de vehículos extrapresupuestarios.<sup>21</sup> Estas tareas representan retos debido a la variedad de los convenios de Vehículos de Propósito Especial. Éstos pueden presentar distintas relaciones cuasi-fiscales con los presupuestos de sus propietarios, los gobiernos subnacionales. A esta complejidad se añade la amplia variedad de relaciones contractuales que se da bajo las asociaciones público privadas (PPPs). No existe uniformidad

---

18 *Fitch Ratings (Febrero 28, 2008) y fitchratings.com, compilación de varios reportes. Los reportes para 3 de las 13 ciudades corresponden a 2007.*

19 *La deuda soberana era de cerca del 20 por ciento del PIB en 2009.*

20 *Las leyes de Responsabilidad Fiscal y Gestión Presupuestaria de muchos de los estados de la India establecen límites y normas sobre la emisión de garantías. La Ley de Finanzas Públicas (2005) de Polonia estipula que las garantías que otorguen los gobiernos subnacionales serán consideradas dentro de los límites para el servicio de la deuda se hagan o no se hagan efectivas.*

21 *China ha realizado esfuerzos de reforma para recabar datos sobre la deuda de los vehículos de propósito especial (a través de las empresas de desarrollo urbano y de inversiones).*

ni estandarización en estas relaciones contractuales; varían entre los distintos sectores e incluso dentro de un mismo sector.

Segundo, el financiamiento de la infraestructura a través del uso del terreno como activo también conlleva riesgos fiscales (Peterson and Kaganova 2010).<sup>22</sup> Los gobiernos subnacionales de los países desarrollados y en vías de desarrollo han utilizado diversos instrumentos (como la venta de terrenos, arrendamiento por subasta, y venta de derechos para un desarrollo más intensivo del terreno) para generar ingresos a partir de los activos que representan los terrenos públicos. Hoy en día, el terreno es la contribución más importante de los gobiernos a las asociaciones público-privadas para construir líneas de metro, aeropuertos u otros grandes proyectos de infraestructura. Bien administrado, el uso de los ingresos derivados de los terrenos públicos para el financiamiento de la inversión debería reducir el riesgo general del financiamiento de capital. Las transacciones de este tipo, que involucran la explotación del terreno como activo, complementan al endeudamiento reduciendo la incertidumbre sobre la capacidad del pago futuro de la deuda. En los últimos años, ciudades tales como el Cairo, Ciudad del Cabo, Estambul, y Bombay, con este tipo de transacciones han generado cada una ingresos mucho mayores al gasto de inversión del año previo de su ciudad. Los gobiernos subnacionales en China también han utilizado instrumentos relacionados con el terreno público para financiar inversión en infraestructura urbana de gran escala.<sup>23</sup>

Existen, sin embargo, significativos riesgos fiscales relacionados con el uso del terreno público como instrumento para el financiamiento. A diferencia de la regulación sobre el endeudamiento directo, existe una falta generalizada de marcos regulatorios para la gestión de los riesgos fiscales derivados del financiamiento a través de la explotación del terreno público en muchos países en desarrollo. Los ingresos derivados de la

---

22 *La discusión sobre el financiamiento a través del uso del terreno como activo se deriva del documento Peter y Kaganova (2010).*

23 *Los casos de las ciudades fueron documentados por Peterson (2009). Como ejemplo, en una subasta de 13 hectáreas de terreno en el nuevo centro financiero de Bombay en 2006 y 2007, llevada a cabo por la Autoridad de Desarrollo Regional Metropolitano de Bombay (MMRDA, por su acrónimo en inglés) generó \$1.2 mil millones de dólares, principalmente, para financiar proyectos de transporte. Las utilidades equivalen a diez veces el gasto de inversión de la MMRDA en el año fiscal 2005.*

venta de activos de terreno ejercen una tendencia mucho más volátil y pueden crear un incentivo para destinar lo recaudado para financiar los presupuestos operativos, particularmente en tiempos de déficit presupuestarios durante recesiones económicas. Las ventas de terrenos comúnmente implican menos transparencia que el endeudamiento. Cuando las ventas son conducidas de manera extrapresupuestal, es más fácil desviar lo recaudado al gasto operativo (no al de inversión). Las transacciones realizadas por las distintas agencias de desarrollo y entidades públicas podrían ser *ad hoc*, sin un marco coherente regional o urbano de inversión de capital. Además, los créditos bancarios para el financiamiento de infraestructura comúnmente están respaldados con terrenos públicos como garantía colateral, esperando un aumento futuro en el valor del terreno. Esto puede conducir a un endeudamiento excesivo, y la volatilidad de los mercados de terrenos y bienes raíces puede crear un riesgo de que los créditos caigan en cartera vencida lo cual, a su vez, puede generar pasivos contingentes y riesgos macroeconómicos para los gobiernos nacionales.

Es fundamental desarrollar reglas prudenciales ex ante, comparables a aquellas que gobiernan el endeudamiento directo, para reducir los riesgos fiscales y los pasivos contingentes asociados con el financiamiento de infraestructura a través del uso de terrenos públicos como activo. Los principios clave incluirían: las utilidades de la venta de activos deben ser utilizadas para financiar gasto de inversión, con la excepción de cuando se destina a reformas institucionales clave que ocurran por única vez; se debe considerar la inclusión de relaciones garantía colateral-crédito en las regulaciones bancarias prudenciales; vincular estos esquemas de financiamiento con el marco fiscal a mediano plazo y los presupuestos de inversión; toda la información sobre los inventarios de terreno públicos, la valuación de los mismos y su venta, así como de las aportaciones de terrenos públicos para asociaciones público privadas que serán conducidas a través de vehículos estandarizados, debe estar reflejada en el presupuesto o en sus anexos así como en los estados financieros; procurar una estructura de gobernanza transparente para las transacciones de terrenos para el financiamiento de infraestructura.

Además de los riesgos antes señalados, los pasivos de las pensiones de los servidores públicos subnacionales representan un reto en muchos países en desarrollo. Las pensiones y las obligaciones de proporcionar

servicios de salud son un reto fiscal serio de largo plazo para las economías avanzadas, de acuerdo con Cecchetti, Mohanty, y Zampolli (2010), cuyo estudio se centra en los pasivos del gobierno central. Qué nivel de gobierno es responsable de los pasivos de las pensiones de los servidores públicos subnacionales, depende del marco administrativo y de descentralización fiscal de cada país. En un sistema federal tal como Brasil, la India y los Estados Unidos, los estados son responsables por las pensiones de sus servidores públicos. Los costos de los servicios de salud y los pasivos de las pensiones son problemas fiscales de largo plazo que enfrentan los estados y los gobiernos locales en Estados Unidos. Esto también es una cuestión genérica para algunos países de la Unión Europea (por ejemplo, Alemania, Italia y España). No están disponibles datos comprensivos sobre los pasivos de los sistemas de pensiones en los países en desarrollo. Sin embargo, existen trabajos disponibles que muestran que los pasivos de los sistemas de pensiones representan un reto para muchos gobiernos subnacionales en Argentina, Brasil, la India y México, entre otros.<sup>24</sup>

Finalmente, los productos financieros estructurados contribuyeron significativamente a la crisis financiera global, y condujeron a incrementar los pasivos de los gobiernos nacionales. Los gobiernos subnacionales no son inmunes a estos productos. Los países en desarrollo pueden aprender de las lecciones derivadas del uso de productos estructurados riesgosos por parte de algunos gobiernos subnacionales en países desarrollados tales como Francia, Italia y los Estados Unidos.<sup>25</sup> En la búsqueda que realizan los gobiernos subnacionales de instrumentos financieros innovadores, el uso de instrumentos tales como los swaps y

---

24 *La información sobre Estados Unidos proviene de la Oficina de Rendición de Cuentas del Gobierno de los Estados Unidos (2010). La información sobre los países en desarrollo mencionados proviene de los Equipos de Países del Banco Mundial.*

25 *La quiebra del Condado de Orange en California en 1994 ha sido, a la fecha, la más grande registrada que se ha acogido al Capítulo 9 de la Ley de Quiebras, desde la Gran Depresión en los Estados Unidos. Esta quiebra fue causada por instrumentos derivados en el portafolio de inversiones del municipio. El Condado de Jefferson, en Alabama, podría convertirse en el caso de mayor incumplimiento en el pago de la deuda subnacional en la historia de los E.U. Para reducir las tasas de interés, el condado refinanció su deuda utilizando títulos de demanda de tasa variable. El aumento de las tasas de interés relacionado con estos títulos ha conducido a problemas en el manejo de la deuda.*

otros derivados puede resultar tentador. Sin embargo, estos instrumentos conllevan riesgos significativos, por ejemplo, intercambiar a través de una operación swap tasas de interés fijas más altas a largo plazo por tasas variables menores con riesgo de contraparte e indexando los límites de las tasas a variables tales como los tipos de cambio que pueden ser volátiles. Los estándares de contabilidad pública no han podido reflejar el ritmo de desarrollo de estos nuevos productos, y sus costos y riesgos no han sido totalmente evaluados.

## **Desarrollo de Mercados de Crédito Subnacional Competitivo**

La crisis financiera global ha puesto en evidencia la importancia del desarrollo de mercados de crédito doméstico, incluyendo mercados de crédito subnacional. Un mercado de crédito subnacional competitivo y diversificado puede contribuir a asegurar menores costos y la disponibilidad sostenible del crédito. Los mercados de crédito subnacional diversificado también pueden proporcionar más opciones de instrumentos de inversión para instituciones (tales como compañías de seguros y fondos mutualistas), y para inversionistas individuales.

Existen dos principales modelos de mercados de crédito subnaional (Peterson 2002). El primer modelo es el crédito bancario, que financió la inversión municipal en Europa del Este a lo largo de la mayor parte del siglo XX, y aún sigue siendo la principal fuente de crédito local en esa región (Peterson 2002). En los últimos diez años, los gobiernos subnacionales en Europa han ido diversificando sus instrumentos de deuda, con un incremento en la emisión de bonos de menos de \$20 mil millones de dólares en el 2000, a \$61.8 mil millones en 2003 y hasta más de \$100 mil millones de dólares en 2009. El segundo modelo es los Estados Unidos que ha dependido de su intenso y competitivo mercado de capital para financiar el crédito de los gobiernos subnacionales. Las emisiones anuales de bonos subnacionales han sido de cerca de \$400 mil millones de dólares en los últimos cinco años.<sup>26</sup> Los inversionistas individuales son los principales tenedores de bonos subnacionales en los Estados Unidos, seguidos de los fondos mutualistas, cuentas bancarias en fideicomiso, bancos, compañías de seguros y empresas (Maco 2001).

<sup>26</sup> *Los datos sobre la emisión de bonos en Europa son de DCM Analytics. Los datos sobre Estados Unidos, anteriores a 2009 son de la Federal Reserve Board, y para el 2009 son de Thomson Reuters.*

De acuerdo con Peterson (2002), existe un argumento de política para dejar que los municipios adquieran deuda al costo real del mercado de capital. También existen contraargumentos a favor de subsidiar el crédito bajo ciertas condiciones. Esta cuestión ha sido objeto de un continuo debate a nivel de políticas. Sin embargo, existe un acuerdo general en el sentido de que un avance significativo hacia la valoración de la deuda subnacional acorde al mercado será eficiente en términos económicos, por lo menos para aquellos gobiernos subnacionales que son solventes. Esto significa un acceso abierto en iguales términos al crédito bancario y a la emisión de bonos, impidiendo que existan monopolios de “bancos municipales”. Según argumentan los formuladores de políticas en Sudáfrica, “Los mercados de capital activos, que tienen una diversidad de compradores y vendedores así como una diversidad de productos financieros pueden ser más eficientes que el crédito directo. Primero, la competencia por instrumentos de deuda municipal tiende a mantener costos de endeudamiento bajos y a crear opciones estructuradas para cada necesidad. Segundo, un mercado activo implica liquidez para un inversionista que pudiera desear vender. La liquidez reduce el riesgo, incrementa el conjunto de inversionistas potenciales, y así mejora la eficiencia”(South Africa National Treasury 2001:192).<sup>27</sup>

Aunque los créditos bancarios aún dominan el endeudamiento subnacional en muchos países en desarrollo, varios de ellos han avanzado hacia el uso de instrumentos más diversificados incluyendo los bonos, siendo China el que lleva el liderazgo esta dirección. La emisión total de bonos de los gobiernos subnacionales en los países en desarrollo alcanzó \$45.1 mil millones de dólares de 2000 a 2007, y \$102.8 mil millones de dólares de 2008 a 2010, siendo China el más grande emisor seguido por Rusia.<sup>28</sup>

El desarrollo de mercados de deuda subnacional competitivos requeriría una regulación de valores que en muchas formas es similar a las que aplican para los bonos soberanos y corporativos. La infraestructura del

---

27 *En Sudáfrica , el crédito otorgado por el sector privado a los municipio de 1997 al 2000 estaba estancado, y la expansión de la deuda municipal fue conducida por el crecimiento en el crédito otorgado por sector público , particularmente por el Banco de Desarrollo de Sudáfrica. El gobierno estaba preocupado por la falta de financiamiento privado e hizo énfasis en la importancia de la inversión privada y la competitividad en el mercado de capital (South Africa National Treasury 2001:192-3).*

28 *Fuente de los datos: DCM Analytics.*

mercado tal como las regulaciones sobre las calificadoras de riesgo crediticio, sobre los corredores, los aseguradores y los auditores, es similar para los bonos soberanos, subnacionales y corporativos. Sin embargo, las leyes de valores no pueden reemplazar a las normas para la gestión fiscal responsable de los gobiernos subnacionales y para el gobierno corporativo de los instrumentos de propósito especial. A lo que las leyes de valores contribuyen es a hacer cumplir los requerimientos de transparencia y las prácticas antifraude. En el largo plazo, el desarrollo de mercados de crédito subnacional también se beneficiarán de la autoregulación y el enfoque de “advertir al comprador”. Muchas regulaciones en los Estados Unidos fueron desarrolladas por los propios actores del mercado; por ejemplo, la Asociación de Funcionarios de Finanzas Gubernamentales (*Government Finance Officers Association*) en los Estados Unidos desarrolló muchas reglas y prácticas de transparencia para los bonos municipales que fueron adoptadas en la industria.

Finalmente, el acceso a los mercados financieros y la competencia dentro de los mismos pueden ser todo un reto para los gobiernos subnacionales pequeños o para aquellos en regiones menos desarrolladas. Por lo anterior, el desarrollo de modelos de acceso al financiamiento en forma agrupada puede reducir el costo del mismo, como lo muestran las experiencias en Italia y los Estados Unidos. En dicho país, las transferencias fiscales continuarán jugando un importante papel en el suministro básico de servicios.

## Conclusiones

La crisis financiera ha tenido un impacto significativo en muchos gobiernos subnacionales, como resultado de la desaceleración del crecimiento económico, el aumento del costo del endeudamiento y del deterioro de los balances primarios. Más allá de la crisis las tendencias estructurales hacia la descentralización y la urbanización tienden a continuar con fuerza, lo que demanda una inversión masiva en infraestructura. Las presiones sobre las finanzas subnacionales tienden a continuar –debido al aumento en los costos del capital, la fragilidad en la recuperación global, los riesgos del refinanciamiento y los riesgos soberanos.

Algunos países de ingreso medio y de bajo ingreso en vías de transitar hacia el acceso a los mercados, están contemplando expandir el

endeudamiento subnacional y el financiamiento de la infraestructura a través de la deuda. Antes de hacerlo, la primera prioridad debiera ser establecer reglas fiscales claras para los gobiernos subnacionales, así como tener en cuenta y administrar los riesgos fiscales que derivan de los instrumentos financieros extra presupuestarios y de otros pasivos ocultos. Tomará tiempo desarrollar mecanismos efectivos ex post para la quiebra, que contribuyan a anclar las expectativas de los deudores y a hacer cumplir las restricciones presupuestarias.

Los riesgos crediticios subnacionales están entrelazados con reformas más amplias a nivel macroeconómico e institucional. La estabilidad macroeconómica y la fortaleza soberana determinan los límites de las calificaciones crediticias de los gobiernos subnacionales e influyen en la disponibilidad y el costo de los fondos a los que éstos pueden acceder. Además, los sistemas fiscales intergubernamentales apuntalan los fundamentos de la estructura fiscal subnacional. Sin una mayor autonomía fiscal y mayores fuentes de ingresos propios, los gobiernos subnacionales difícilmente estarán en posición de endeudarse de manera sostenible por cuenta propia. La gestión efectiva de los riesgos de incumplimiento debe ir de manera conjunta con un amplio desarrollo de los mercados de crédito subnacional para una intermediación eficiente del ahorro y la inversión.