

**Jordi Galí**

Director del CREI

Catedrático de la Universitat
Pompeu Fabra. Premio Rey
Jaime I de Economía en el 2004

LA CARA OSCURA DE LA EMISIÓN DE DEUDA DE LA GENERALITAT

La emisión de bonos de la Generalitat ha despertado un gran interés entre los ahorradores y ha sido motivo de comentarios diversos, tanto en los medios de comunicación como en la calle. Su alta rentabilidad (un 4,75%) y la confianza que genera la Generalitat como garante de los títulos, combinados con una intensa campaña mediática, explica el éxito que está teniendo la campaña de suscripción, aún vigente. En pocos días la demanda de títulos ha superado con creces la oferta inicial (de 1.800 millones de euros) y ha llevado a la Generalitat a ampliar la emisión hasta 2500 millones, cifra que probablemente va se suscribirá en su totalidad.

Pero el éxito de la campaña de suscripción de deuda de la Generalitat no debe confundirse con

el éxito de la emisión. Un criterio fundamental para valorar cualquier emisión de títulos, públicos o privados, es la obtención del monto de financiación deseada a un mínimo coste. Esto es especialmente deseable cuando se trata de una emisión de títulos de deuda pública, ya que el coste de la misma repercute, tarde o temprano, en el contribuyente.

Desde este punto de vista, y en mi modesta opinión, la emisión de bonos de la Generalitat deja mucho que desear. Dicho de otro modo, creo que hubiera sido posible conseguir el mismo monto de financiación a un coste significativamente inferior para el contribuyente. Permítanme que describa brevemente tres aspectos de la emisión que la hacen innecesariamente costosa.

El primer factor, y el más ob-

vio, es el elevado tipo de interés, un 4,75%. La referencia más sencilla en este sentido es la deuda emitida por el Tesoro español, cuyas letras a un año (es decir, con un vencimiento idéntico a los bonos de la Generalitat) ofrecieron

Creo que era posible conseguir el mismo monto de financiación a un coste mucho menor para el contribuyente

un interés medio en su última subasta del 1,84%. La diferencia entre el coste financiero de las dos emisiones, de casi 300 puntos básicos, es elevadísima tratándose de títulos públicos de corto plazo y emitidos dentro del mismo

país. Si la comparación la realizamos con bonos alemanes a un año, cuyo tipo de interés está por debajo del 1%, la diferencia es aún más exagerada. Ni el diferencial de ratings ni cualquier evaluación razonable del riesgo de impago parece justificar un diferencial de tipos de interés tan elevado. La constatación de un exceso de demanda sobre la oferta es la mejor demostración de que no era necesario pagar un tipo de interés tan elevado.

El segundo factor que repercute en un coste de financiación innecesariamente elevado es el método de colocación adoptado por la Generalitat, por suscripción a tipo de interés fijo (del 4,75% en este caso). Una alternativa que parece mucho más razonable es la de subasta competitiva, utilizada normalmente por el Tesoro español. Bajo este método cada participante indica la cantidad que desea adquirir y a qué tipo de interés. Una vez los ahorradores han expresado sus preferencias, el gobierno emisor asigna los títulos a los distintos participantes



dando prioridad a las solicitudes con un tipo de interés más bajo de entre las que queden por satisfacerse, y así sucesivamente hasta que se coloca toda la emisión o se alcanza el tipo máximo que se desea pagar (el llamado "tipo marginal" de la subasta). De este modo los ahorradores tienen un incentivo para solicitar el tipo de interés de interés más bajo al que están dispuestos a invertir en la deuda, ya que de otro modo corren el riesgo de quedarse descolgados a la hora del reparto.

Al optar por una suscripción a tipo fijo, la Generalitat acaba pagando un tipo de interés más alto del estrictamente necesario para colocar la deuda. Además, el exceso de demanda hace necesaria una asignación posterior vía prorrateo (es decir, en proporción a las cantidades suscritas por cada individuo), y que invita a realizar solicitudes por montos muy superiores a los que se desea adquirir, distorsionando todo el proceso de suscripción.

El tercer elemento de sobrecoste en la emisión de deuda de la

Generalitat viene dado por la comisión del 3% que percibirán las entidades financieras colaboradoras sobre las cantidades que coloquen entre sus clientes. Dada la simplicidad de los trámites a realizar asociados con la suscripción de los bonos, el nivel de dicha comisión parece carecer de cualquier justificación. Por poner una referencia, las comisiones que cobran los fondos de inversión para compensar una gestión activa de cartera durante todo un año por parte de profesionales altamente cualificados se sitúan normalmente entre el 1 y el 2%.

Existen por lo menos dos factores que explican la alta comisión percibida por los bancos y cajas por colocar bonos de la Generalitat. En primer lugar, la decisión de utilizar a las entidades financieras como canal de distribución hace necesario el "soborno" de las mismas ya que los bonos compiten directamente con los productos que ofrecen dichas entidades (y de forma muy directa con los depósitos a un año). Lo peor del caso es que como más al-

to sea el tipo de interés que ofrecen los bonos de la Generalitat más alta es la comisión que van a exigir los bancos y cajas por colocar dichos bonos, ya que más agresiva es la competencia que suponen para sus propios productos. Un efecto multiplicador perverso, que ha acabado resultando en un coste total del 7,75%, un coste muy superior al pagado por

La supresión del escandaloso déficit fiscal con España convertiría en obsoleto el tema del artículo

cualquier gobierno europeo (quizás con la excepción de Grecia) por la financiación a un año, y que acabará pagando (¿quién sino?) el contribuyente catalán.

¿Tenía alternativas la Generalitat para distribuir sus bonos a un coste más bajo? Se me ocurren por lo menos dos formas. En primer lugar, la colocación de los bo-

nos hubiera podido ser adjudicada a una o dos entidades mediante un concurso competitivo, en vez de negociarse de forma colectiva con el conjunto de las entidades financieras y llegar a condiciones idénticas para todas. Cualquier entidad individual hubiera tenido incentivos para hacer una oferta competitiva (con una comisión baja) ya que la posibilidad de ofrecer bonos con una rentabilidad tan alta en condiciones de exclusividad tendría un gran potencial de atracción de clientes de otras entidades (y no hubiera supuesto un desvío mayor de depósitos propios).

En segundo lugar, existe una alternativa de distribución sencilla y con un coste mínimo a la que la Generalitat hubiera podido echar mano: internet, un canal de distribución que utiliza el Tesoro español con normalidad.

Quizás la urgencia e improvisación con que se ha diseñado y llevado a cabo la emisión de bonos, como consecuencia de las posibles insuficiencias de liquidez a corto plazo de la administración,

explican el alto coste que supondrá al contribuyente catalán.

Sólo nos queda esperar que las futuras emisiones de deuda de la Generalitat, tan normales como necesarias en situaciones de insuficiencia transitoria de los ingresos públicos, se diseñen dando una mayor consideración a los intereses del contribuyente catalán. Y es que éste último ya lleva suficiente sobrecarga. Véase sino el escandaloso déficit fiscal con España, cuya supresión convertiría en obsoleto el tema de este artículo (como demuestra la situación fiscal del País Vasco y Navarra, a pesar de la crisis). O el aumento nada despreciable de los tipos marginales en el tramo autonómico del impuesto sobre la renta, por encima del aumento fijado en el tramo común. O el mantenimiento del impuesto de sucesiones. En definitiva, demasiados frentes a la vez que ponen a prueba la paciencia y capacidad de sumisión del contribuyente catalán. Evitemos, por lo tanto, que estas emisiones se conviertan en un frente más.