

La financiación de las Administraciones Públicas españolas en 2013

José Manuel Amor, Miguel Arregui y César Cantalapiedra*

La financiación del Estado en 2013 debería ser tan complicada, o incluso más, que en 2012. El apoyo por parte del Estado seguirá siendo vital para la financiación de los gobiernos regionales y locales.

La financiación de las Administraciones Públicas durante 2012 se ha saldado con claroscuros. El Estado ha conseguido financiar con éxito sus necesidades, no incurriendo en costes superiores a los de años anteriores gracias, en parte, a la reducción de la vida media de la deuda emitida. Los gobiernos regionales se han enfrentado a muchas dificultades, obligando al Estado a la puesta en marcha de mecanismos de financiación de vocación extraordinaria, pero que muy probablemente se conviertan en permanentes para muchas Comunidades Autónomas –al menos, mientras dure la actual situación financiera–. Las Corporaciones Locales finalizarán 2012 mostrando un importante esfuerzo de contención en materia fiscal, lo que les permitirá gozar de algo más de flexibilidad de cara a su financiación en 2013. No obstante, su vuelta al mercado de capitales en las condiciones actuales parece todavía lejano.

Un repaso a la financiación del Estado en 2012

Desde el surgimiento de la crisis financiera en 2008 la estrategia de financiación del Estado se ha caracterizado por un aumento continuado de las colocaciones de deuda pública. El ejercicio 2012 no ha sido una excepción. Durante el pasado año el Tesoro Público se financió por casi 250.000 millones de euros, unos 25.000 millones de euros más que en 2009, que hasta entonces había sido el de mayor emisión de la historia. Los vencimientos de deuda también se incrementaron, llegando

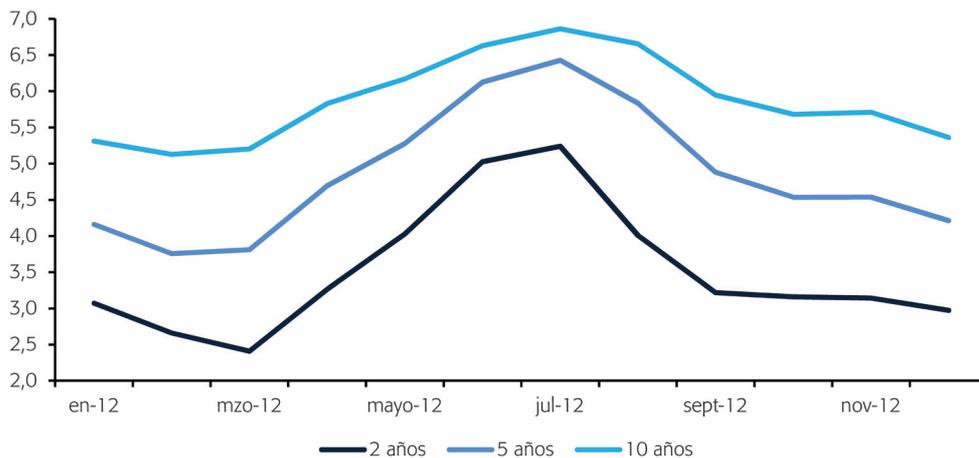
a los 153.000 millones de euros durante el mismo periodo. El aumento en el *stock* de deuda fue cercano a los 97.000 millones de euros, situándose este en casi 690.000 millones de euros.

El año 2012 ha estado marcado por tres etapas claramente diferenciadas en cuanto a la financiación del Estado (gráfico 1). Durante la primera, entre enero y marzo, el Tesoro experimentó una caída de costes de financiación substancial –sobre todo en los cortos plazos– gracias al apoyo de las inyecciones de liquidez extraordinarias a tres años del Banco Central Europeo (BCE) (conocidas

* Afi.

Gráfico 1

Rentabilidad de la deuda española. Media mensual (%)



Fuente: Afi a partir de datos de Reuters.

Gráfico 2

Tenencias de la deuda pública española (porcentaje sobre el total)



Fuente: Afi a partir de datos del Banco de España.

como LTROs por sus siglas en inglés). La segunda fase, entre abril y julio, vino marcada por un intenso aumento del coste de financiación paralelo a la pérdida de confianza en la economía española. La rentabilidad de la deuda a diez años alcanzó niveles máximos desde la creación del euro (7,6%) y el ritmo de emisión de deuda se vio afectado

negativamente: la emisión neta durante esos meses fue negativa por importe de 14.000 millones de euros. En la tercera y última etapa, iniciada en agosto tras el anuncio del programa de *Outright Monetary Transactions* (OMTs) por parte del BCE, el Tesoro se ha beneficiado de una muy importante relajación de rentabilidades para poder

concluir con éxito su programa de financiación (en los cuatro últimos meses del año se realizaron emisiones brutas por importe de 83.000 millones de euros).

Tras el anuncio del programa de OMT por parte del BCE el pasado agosto, la recuperación de la demanda inversora en deuda del estado por parte de los no residentes ha sido el factor clave que ha permitido al Tesoro concluir con éxito su programa de financiación para 2012.

En esta última fase, la recuperación de la demanda inversora en deuda del estado por parte de los no residentes ha sido clave: el aumento de las tenencias de no residentes entre agosto y octubre (último dato disponible) fue cercano a los 25.000 millones de euros, superior al incremento neto de deuda del estado en el mismo periodo (16.000 millones). Todo parece indicar que esta tendencia ha continuado durante los últimos dos meses del año, por lo que sería lógico que el porcentaje de tenencias de deuda por parte de no residentes termine el año en torno a niveles del 34,5% (ver gráfico 2).

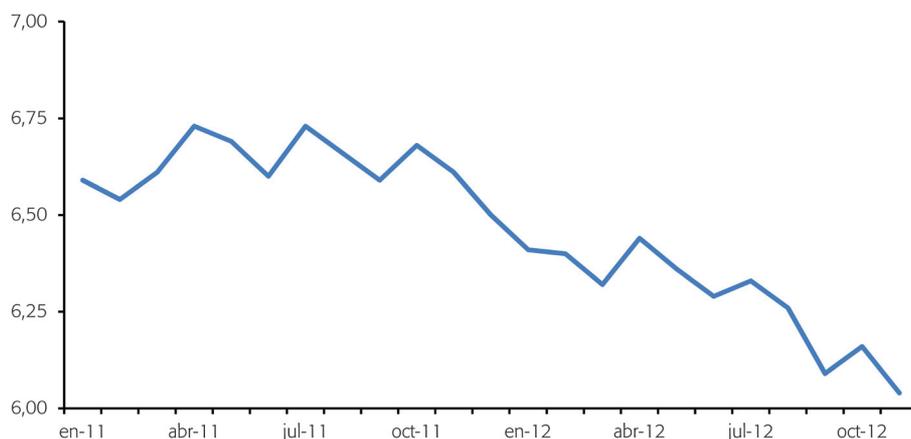
Por último, cabe destacar que la elevada volatilidad del apetito por la deuda del estado ha condicionado la evolución de una variable clave en la gestión estratégica del endeudamiento público: la vida media de la deuda en circulación. En efecto, la vida media de la deuda del estado ha pasado de 6,5 años en diciembre de 2011 a niveles próximos a 6,0 años a finales de 2012 (gráfico 3). Si bien esta caída de la vida media de la deuda implica un aumento del riesgo de refinanciación, este riesgo no es, por el momento, demasiado elevado (y desde luego no más que en la mayoría de países de nuestro entorno).

La financiación del Estado en 2013: un año tan complicado, o más, que 2012

El Tesoro ha publicado su estrategia de financiación prevista para el año 2013. La emisión bruta de deuda del estado se situará entre 215.000 y 230.000 millones de euros, en función del uso que las Comunidades Autónomas hagan del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA, en adelante), la ventanilla de liquidez que el Tesoro ofrece a aquellas para que puedan atender sus vencimientos de deuda y financiar el déficit. El aumento previsto del

Gráfico 3

Vida media de la deuda pública española (años)



Fuente: Afi con datos del Tesoro Público.

saldo vivo en circulación de la deuda del estado asciende a 71.000 millones de euros, con lo que el monto total de deuda ascendería a 760.000 millones de euros en diciembre de 2013 (gráfico 4).

Aunque en principio el año 2013 se presenta menos exigente para el endeudamiento del Estado —tanto por el menor volumen total de deuda a colocar como por la substancial rebaja en la emisión neta—, y aunque el año está comenzando con una percepción del riesgo periférico en la eurozona muy inferior a la existente durante la mayor parte de 2012, debemos tener en cuenta que la confianza inversora es muy volátil. Por ello, conviene contar con la máxima flexibilidad a la hora de implementar la estrategia de emisión. En este sentido interpretamos la mayoría de las modificaciones que ha introducido el Tesoro en su estrategia de financiación para 2013, y de las que destacamos las siguientes:

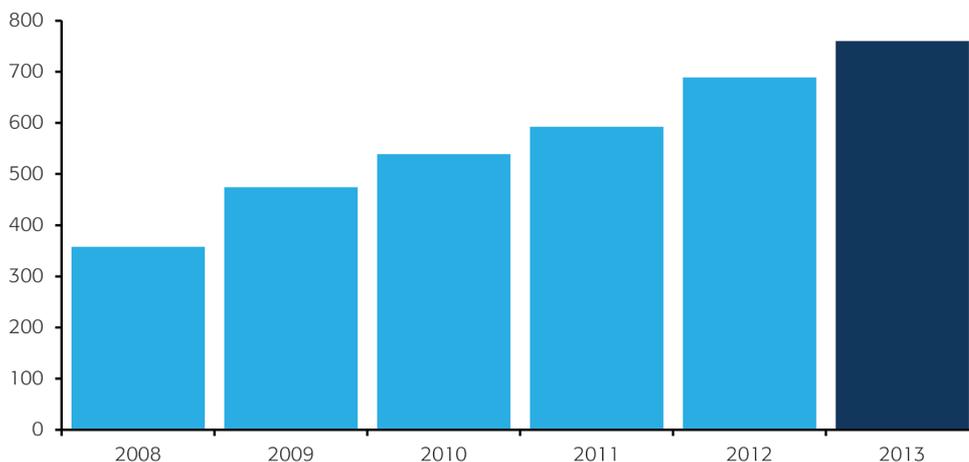
- La incorporación de referencias *benchmark* de bonos al plazo de dos años, cuya razón última puede ser ofrecer a los inversores más referencias invertibles en el tramo que concentra la demanda actual por deuda del estado (debido a la “protec-

ción” implícita que la implementación potencial de las OMTs arroja sobre este tramo de la curva).

- La introducción de “subastas especiales”, dirigidas exclusivamente a los creadores de mercado y que no figurarán en el calendario regular de emisiones. Estas subastas estarán destinadas a favorecer la liquidez de referencias antiguas u *off-the-run*, en ocasiones muy demandadas en el mercado *repo*. Con ello, el Tesoro espera aprovechar posibles mejoras en las condiciones de mercado que le permitan financiarse a tipos más bajos.
- El Tesoro deja abierta la posibilidad de emitir deuda con cupón vinculado a un índice, como por ejemplo el euríbor, con el doble objetivo de desplazar carga financiera al futuro (frente a una emisión al mismo plazo con cupón fijo) dada la forma actual de la curva de tipos de interés, y de proporcionar un instrumento atractivo de inversión para aquellos inversores con preferencia por tipos flotantes.
- Eliminación de la apelación a nuevo endeudamiento vía emisión de letras a dieciocho meses

Gráfico 4

Saldo vivo en circulación de la deuda del Estado (miles de millones de euros)



Fuente: Afi con datos de Tesoro Público.

y creación de letras con vida residual de nueve meses. El objetivo perseguido es doble (i) por un lado, evitar la inclusión de cláusulas de acción colectiva en letras¹ y, (ii) promover la concentración de la oferta de deuda del estado en aquellos plazos donde la demanda es elevada, como es el caso de las emisiones con vencimiento inferior a doce meses.

Por último, es destacable el hecho de que, a partir del 1 de enero de 2013, todas las series nuevas de deuda emitida por el Tesoro con plazo superior a un año, deberán incluir en su documentación cláusulas de acción colectiva (las denominadas CACs, o en terminología inglesa *Collective Action Clauses*) en todos los bonos de nueva emisión. Esta obligación es común a la de todos los gobiernos de la eurozona, que deberán limitar a un porcentaje decreciente (45% en 2013) la proporción de deuda bruta emitida sin inclusión de CACs.

En este punto, hay varios aspectos que consideramos relevantes:

- *Existencia de diferenciación en precio.* Aunque las CAC limitan en parte el riesgo moral (*moral hazard*), pues sin ellas hay incentivos a demorar en el tiempo la participación en operaciones de reestructuración de deuda, su introducción para la deuda de emisores soberanos se traducirá en unos tipos de interés más altos en relación a los bonos “antiguos” —que no incorporan este clausulado—. El motivo de tal expectativa se basa en los menores derechos de los bonistas que no se acojan a dichas cláusulas y en que facilitan los procesos de reestructuración de deuda.
- *Formación de mayorías.* El *quorum* necesario para activar las CAC en los países de la zona euro será menor que los estándares internacionales: 66,6% frente al 75%. Este menor porcentaje limita aún más la capacidad de bloquear los procesos de reestructuración

por parte de los tenedores privados (los denominados *hold-outs*).

- *Segmentación de la liquidez.* En la medida en la que los bonos sin CACs vayan desapareciendo, la liquidez de esos instrumentos se verá reducida. El impacto será evidente no solo en el mercado de contado, sino también en el de deuda segregada, dado que los *strips*² de la deuda “nueva” —con CACs— y “antigua” —sin CACs— no serán fungibles.
- *Participación del sector oficial en procesos de reestructuración.* Las CAC respetan la prelación o *seniority* del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE o ESM por sus siglas en inglés) frente al resto de bonistas. Este elemento podría generar tensiones en los mercados de deuda, especialmente en la deuda de países con problemas, en la medida en que la deuda frente al resto de bonistas queda subordinada respecto a los acreedores oficiales. En este punto, el rol del BCE no está del todo claro. Aunque el BCE se ha declarado siempre contrario a asumir pérdidas en sus inversiones en deuda soberana, el nuevo mecanismo de compra de activos en el mercado secundario OMTs no tendrá prelación o *seniority* respecto al resto de bonistas. Ello podría implicar que si se activasen las CAC en un eventual proceso de reestructuración, el BCE participaría en el proceso como cualquier otro bonista, generando un potencial conflicto institucional a nivel europeo, pues existen países claramente contrarios a este tipo de ayudas públicas.
- *Retroactividad en la inclusión de CACs.* La introducción de las CAC en la deuda nueva no elimina completamente el riesgo de que la deuda antigua se vea sometida a inclusión de CACs con carácter retroactivo (como ocurrió en Grecia). Este riesgo es mayor cuanto más cercano en el tiempo se produjera una hipotética reestructuración, ya que el volumen de deuda emitida con

¹ ver párrafo siguiente.

² Acrónimo del inglés *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities* que consiste en la separación de cada bono en “n” valores (los *strips*), uno por cada pago que la posesión del bono dé derecho a recibir.

CACs sería aún demasiado pequeño para que una reestructuración sobre esa parte de la deuda tuviese implicaciones significativas en términos de sostenibilidad de la deuda.

En definitiva, creemos que la introducción de las CAC puede derivar en una doble segmentación en los mercados de deuda pública en la eurozona. Por un lado, estableciendo una línea roja entre los países en los que es muy poco probable que se ejecuten estas cláusulas, y aquellos a los que el mercado asocia probabilidades significativas de tener que activarlas. Por otro lado, una diferenciación interna, ya que para un mismo emisor habrá bonos más fácilmente re-estructurables (los que tienen CACs) que otros y ello provocará una diferenciación en precio entre sus bonos, que será mayor cuanto más probable sea que tenga que someterse a una reestructuración.

La financiación de los gobiernos regionales: el apoyo del Estado seguirá siendo clave en 2013

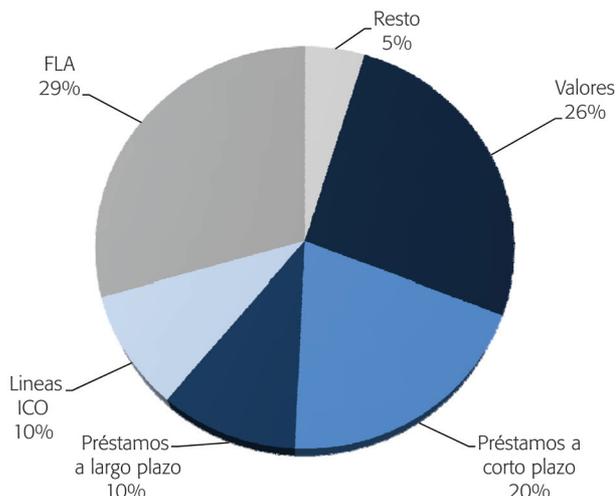
La crisis de la deuda española ha afectado con especial intensidad a las Comunidades Autónomas (CC.AA.) Aunque sus necesidades de endeuda-

miento neto han sido muy inferiores a las del Tesoro, la falta de un mercado secundario líquido y las dudas sobre el cumplimiento de los objetivos presupuestarios han debilitado la confianza de los inversores, sobre todo de los no residentes. La complejidad de nuestro modelo de Estado descentralizado obligaba a un esfuerzo de comunicación sin el cual los inversores internacionales han optado por reducir su exposición a riesgo no estatal en nuestro país.

Los hechos han demostrado, sin embargo, la determinación del gobierno central a propiciar mecanismos que mejoren los compromisos de pago de las obligaciones contraídas con los proveedores y, sobre todo, cualquier riesgo de incumplimiento en el servicio de la deuda.

El éxito del Fondo Financiero de Pago a Proveedores (FFPP), con el aval del Estado, contribuyó a sanear casi 18.000 millones de euros de facturas pendientes hasta finales de 2011 y desde luego supuso un precedente muy favorable. Pero las dificultades para acceder a nueva financiación y el retraso en la ejecución de las medidas de control del gasto han vuelto a generar una bolsa de deuda comercial que volverá a necesitar de la iniciativa del gobierno.

Gráfico 5
Fuentes de financiación de las CC.AA. en 2012 (% total)



Fuentes: Afi, CC.AA.

Por el momento, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (AA.PP.) ya ha avanzado como una prioridad para el primer semestre de 2013 el diseño de nuevas líneas de financiación que faciliten el cobro a los proveedores. Hasta entonces, el Tesoro ya ha garantizado que financiará directamente al Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) con 23.000 millones de euros ampliables si fuera necesario, aunque a la fecha de elaboración de este artículo aún no se conocen ni las solicitudes de todas las CC.AA. que siguen adheridas al mecanismo ni, por supuesto, la distribución de este montante entre las CC.AA.

Si se conoce su estrategia de financiación, que se simplificará respecto a la mantenida el pasado año. Aunque el objetivo que se pretendió el año pasado fue captar el interés foráneo endeudando a la sociedad pública de Loterías y Apuestas del Estado, la operación se terminó frustrando y hubo que recurrir a la banca doméstica para financiar el FLA a través de préstamos sindicados y colocaciones privadas. En 2013, sin embargo, el Tesoro asumirá directamente todo el volumen con su política de emisiones de deuda, facilitando una mayor participación de los inversores extranjeros en un momento de mayor receptividad de los no residentes en las subastas.

Tampoco se han concretado aún los términos financieros pero, si no varían mucho respecto al FLA del pasado año, las condiciones son más atractivas que cualquier otra opción sin la intermediación del Tesoro. Con la relajación actual de la prima de riesgo, y manteniéndose en 30-40 p.b. el diferencial sobre el Tesoro, los gobiernos regionales podrían obtener financiación a través del FLA por debajo del 5% a medio y largo plazo —en 2012 se concedió a diez años, con amortizaciones anuales y dos de carencia—.

A pesar de ello, ocho CC.AA. han comenzado el ejercicio con el objetivo de seguir manteniéndose fuera del FLA, aunque ello suponga asumir inicialmente mayores costes de acceso a los mercados. Son las mismas que ya el pasado año pudieron completar sus necesidades aprovechando las ventanas de mercado que se abrieron durante el primer

trimestre y en los últimos meses del año. La experiencia de la Comunidad de Madrid, que totalizó alrededor de 2.400 millones de euros en diferentes emisiones privadas, dejó una percepción muy favorable después de casi medio año de ausencia de demanda de papel por parte de los inversores extranjeros. Pero este no fue el único caso ya que tanto Galicia como Aragón o Extremadura pudieron también materializar sus operaciones de endeudamiento, en un mercado casi monopolizado por colocaciones privadas. Aunque estas actuaciones han requerido un mayor esfuerzo de adecuación de la política financiera a la demanda de los inversores, les ha permitido conservar su autonomía financiera y ha contribuido a mantener un ritmo de actividad emisora en este mercado.

En definitiva, técnicamente la gestión del FLA hay que valorarla positivamente y, si bien alguna agencia de *rating* no lo ha interpretado así, en general, los inversores y los agentes económicos han mejorado la percepción de solvencia de las AA.PP. españolas respecto a tan solo hace unos meses.

Políticamente, sin embargo, el fondo nació estigmatizado por sus connotaciones peyorativas en términos de solvencia, que el Gobierno no ha querido o no ha sido capaz de evitar y que algunos gobiernos autonómicos han preferido sortear. Es evidente que determinadas CC.AA. no tenían otra opción, pero algunas de las que optaron por solicitar el apoyo del FLA lo hicieron para aprovechar sus mejores condiciones de financiación aun cuando se podrían haber planteado por su dimensión permanecer fuera del mismo.

Sea como fuere, el mercado primario de deuda autonómica estará dividido en dos grupos. Para el primero de ellos, el más cuantioso, el FLA tiene presupuestado hasta 23.000 millones, que deberían ser suficientes para absorber las amortizaciones de deuda a medio y largo plazo y el 0,7% déficit sobre el PIB —aproximadamente 20.000 millones de euros—, si bien también habrá que dar respuesta a vencimientos de pólizas a corto plazo superiores a 10.000 millones de euros, de los que una parte se podría negociar directamente con las entidades financieras.

Técnicamente, la gestión del FLA hay que valorarla positivamente y aunque alguna agencia de rating no lo ha interpretado así, en general, los inversores y los agentes económicos han mejorado la percepción de solvencia de las AA.PP. españolas respecto a tan solo hace unos meses.

Las necesidades de las CC.AA. que buscarán cubrir la deuda en el mercado de capitales de forma autónoma son más manejables. Tendrán

de 2008 y 2009 (que representan algo más de 2.100 millones de euros). Algo más incierto es el importe de los instrumentos a corto plazo. A cierre del tercer trimestre de 2012 ascendían a 12.000 millones pero probablemente esta cifra se haya superado en diciembre, pudiendo aproximarse el total de las necesidades a los 45.000-46.000 millones de euros. Aunque estos importes tendrán que ir conteniéndose en los próximos años con la consolidación de las cuentas públicas, son lo suficientemente elevados como para urgir a planificar el día después del FLA, con el desarrollo de un

Cuadro 1

Necesidades de financiación de las CC.AA. en 2013 (Millones de euros)

	CC.AA. Adheridas al FLA (1)	CC.AA. No adheridas al FLA (2)	(1)+(2)
Financiación a corto plazo (Septiembre 2012)	10.657	1.171	11.828
Amortizaciones de deuda (medio y largo plazo)	15.086	4.209	19.295
2013 Déficit (0,7% al PIB)	4.339	3.148	7.487
Liquidaciones negativas 2008 y 2009	1.407	726	2.133
Necesidades totales de financiación (sin incluir financiación a c. p.)	20.833	8.082	28.915

(1) Andalucía, Asturias, Baleares, Canarias, Cantabria, Cataluña, Castilla-La Mancha, Murcia y Valencia.

(2) Aragón, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja, Madrid, Navarra y País Vasco.

Fuentes: Presupuestos de las CC.AA. y estimaciones Afi.

que refinar al alrededor de 4.200 millones y obtener otros 3.200 millones de euros netos equivalentes al déficit permitido. Sobre estas magnitudes también habrá que considerar el impacto de los créditos a corto plazo pero entendemos que no deberían ser un obstáculo para estas ocho administraciones.

Por lo tanto, el FLA tiene un alcance suficientemente representativo para las necesidades totales del sector, que estimamos en el entorno de 30.000-32.000 millones de euros, sumando los vencimientos, el déficit del ejercicio y las devoluciones al Estado por las liquidaciones negativas

mercado secundario que propicie la liquidez que demandan los inversores.

El endeudamiento de las corporaciones locales: algo más de flexibilidad de cara a 2013

El endeudamiento de las corporaciones locales apenas venía creciendo en los últimos ejercicios, manteniéndose en torno al 3,5% del PIB desde 2009. Esta disciplina, en buena medida condicionada por las fuertes restricciones que la administración central ha impuesto al sector local para

contratar nuevas operaciones de endeudamiento, incluso para refinanciar las amortizaciones de deuda, al final ha sido más aparente que real. Bien es cierto que algunos ayuntamientos han incorporado políticas de contención del gasto severas con más contundencia que otras administraciones, absorbiendo con su ahorro bruto los vencimientos de deuda. Pero ante la imposibilidad de endeudarse, también generaron una tendencia de un buen número de corporaciones a financiarse con los proveedores incurriendo en fuertes remanentes negativos de tesorería o en anomalías contables que retrasaban el reflejo presupuestario de las obligaciones de gasto contraídas.

El resultado final ya es el conocido con el diseño del FFPP. De los casi 27.000 millones de euros que canalizó este mecanismo garantizado por el Estado, 8.700 millones se dirigieron a sanear la deuda comercial de las corporaciones locales. Si bien en volumen representan menos de un 1% del PIB, supone incrementar un 25% la deuda financiera viva, que en términos relativos es muy superior al impacto que tuvo el FFPP en las CC.AA.

En definitiva, frente a los algo más de 35.000 millones de deuda con los que se iniciara el pasado ejercicio, en 2013 la cifra de partida rondará los 43-44.000 millones de euros. Ello supone que en el agregado no se habrá producido incremento neto de deuda si excluimos el saneamiento de la deuda comercial. A pesar de que el Programa de Estabilidad contemplaba la posibilidad de que las corporaciones locales pudieran registrar un déficit de tres décimas sobre el PIB, el Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas ha adelantado que podrían liquidar en equilibrio presupuestario, tal y como se les exigirá a partir de este año.

De hecho, la nueva Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) introduce criterios de máxima exigencia al sector local, no solo prohibiendo que incurran en déficit no financiero —salvo en casos excepcionales—, sino que además tendrán que destinar el superávit a amortizar deuda financiera.

La Ley de Presupuestos de 2013, sin embargo, vuelve a introducir una mayor flexibilidad permi-

tiendo que acudan al endeudamiento financiero a largo plazo aquellas entidades locales con ahorro neto positivo cuyo capital vivo no supere el 75% de los ingresos corrientes liquidados y podría elevarse hasta el 110% con la autorización del órgano competente. Asimismo, se autoriza la refinanciación de operaciones de crédito a largo plazo, se suprime la obligación de cancelar las pólizas para cubrir desfases de tesorería y se asume el compromiso de modificar de nuevo el artículo 32 de la LOEPSF para analizar propuestas que permitan otro objetivo que amortizar deuda con el superávit no financiero.

Las medidas tomadas en el ámbito local cambian de alguna forma la estrategia del gobierno central y podrían propiciar una mayor predisposición a autorizar nuevo endeudamiento neto para aquellas corporaciones en mejor situación financiera. Cualquier incremento no debería ser significativo porque el objetivo conjunto será de déficit cero y porque las condiciones financieras no son las más adecuadas para formalizar nuevas operaciones de endeudamiento.

En definitiva, medidas todas ellas que cambian de alguna forma la estrategia del gobierno central y que podría propiciar una mayor predisposición a autorizar nuevo endeudamiento neto para aquellas corporaciones en mejor situación financiera. Cualquier incremento no debería ser significativo porque el objetivo conjunto será de déficit cero y porque las condiciones financieras no son las más adecuadas para formalizar nuevas operaciones de endeudamiento, menos aún en un mercado tan fragmentado y poco eficiente como el existente en nuestro país. No hay que olvidar, por otro lado, que la normativa de estabilidad fija un nivel de llegada en 2020 del 3% de deuda sobre el PIB, lo que significa que su peso tendrá que reducirse en una tercera parte.

Conclusiones

Todo apunta a que el año 2013 se presenta igual o, incluso, más complicado que el pasado 2012 en materia de financiación de las AA.PP. en España. Aunque los volúmenes brutos de deuda

a emitir —en principio y a falta de conocer si habrá o no flexibilización de la senda de déficit— serán ligeramente inferiores a los acometidos en 2012, las condiciones de financiación siguen siendo, a pesar de la mejora reciente, adversas.

La gradual reconducción de los desequilibrios macroeconómicos de España y el apoyo del BCE debieran servir para que la percepción excesiva de riesgo asociada a la deuda española siga moderándose, y con ello permitiendo la vuelta de la demanda por parte de inversores no residentes (que por otro lado, se enfrentan a rentabilidades de activos alternativos en euros muy reducidas).

En cuanto a los gobiernos regionales, la mayoría no tendrá otra opción que mantenerse bajo el paraguas del Estado para poder cubrir sus necesidades de financiación. Es necesario que el acceso al mercado primario sea diferente en el futuro, pues la actual solución instrumentada no es óptima y merma su autonomía financiera. Ello implica que sea necesario abordar con decisión medidas que propicien la vuelta de la confianza en la capacidad de estabilización del déficit y, en todo caso, seguir explorando otras vías para que su acceso al mercado sea más eficiente.