

## Financiación del endeudamiento autonómico: entre el FLA y los mercados

*César Cantalapiedra y Salvador Jiménez\**

**El Tesoro y aquellas comunidades autónomas que han decidido financiarse en los mercados de capitales en 2016 han aprovechado el buen contexto económico-financiero para formalizar sus operaciones de endeudamiento en condiciones muy favorables, alargando la vida media de sus carteras y reduciendo el coste medio. De hecho, las comunidades que acudieron al mercado se encontraron con una demanda amplia que trata de capturar rentabilidades adicionales respecto a la deuda soberana. Sin embargo, unos dos tercios de sus necesidades de financiación a largo plazo se han cubierto apelando al Tesoro, a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas, que concentra ya más de la mitad del endeudamiento autonómico. En estos momentos, es discutible que el Tesoro tenga que seguir incentivando esta vía de financiación en todos los casos, tanto por los incentivos perversos que genera sobre el compromiso con la estabilidad presupuestaria, como por su discrecionalidad y asimetrías en el reparto de recursos. Además, alejar por mucho tiempo a los inversores de las comunidades autónomas supondrá costes de reentrada en el futuro que deberían evitarse.**

### **El endeudamiento público tenderá a estabilizarse en torno al 100% del PIB**

La deuda pública española se situaba antes del estallido de la crisis financiera de 2008 por debajo del 40% del PIB, un nivel muy inferior al de paí-

ses como Alemania, Francia o Italia. No obstante, la fuerte recesión económica que padeció la economía española supuso una intensa reducción de los ingresos fiscales, a la vez que el gasto crecía de manera sustancial por diversos motivos (prestaciones por desempleo, ayudas al sistema financiero, incremento en el gasto de intereses, etc.). Todo ello desembocó en sucesivos y elevados

\* Afi-Analistas Financieros Internacionales S.A.

déficits en un entorno de débil crecimiento que ha supuesto que en apenas una década la ratio de deuda sobre el PIB haya aumentado más de 60 puntos porcentuales y se sitúe en el nivel de Francia y muy por encima del nivel de Alemania (véase el gráfico 1).

Aunque España ha conseguido salir de la recesión económica con fuerza y en 2016 es la economía que más crece de las cuatro grandes de la eurozona, aún no ha logrado corregir sus desequilibrios fiscales, lo que le ha impedido, por el momento, entrar en una senda de reducción del endeudamiento.

Con todo ello, el volumen de deuda pública a cierre del tercer trimestre de 2016 alcanzó los 1,11 billones de euros, habiendo aumentado en los últimos doce meses en torno a 40.000 millones de euros. El conjunto de administraciones públicas (AA.PP.) cerrará el ejercicio con una ratio deuda/PIB algo superior al 100% –a septiembre se sitúa en el 100,3%–. A pesar del crecimiento de la deuda en términos absolutos, el dinamismo de la economía ha neutralizado este incremento en términos relativos sobre el PIB, que prácticamente se mantiene respecto a hace un año. En todo caso

hay que reseñar que el nivel de llegada será un punto superior a la previsión del Gobierno a cierre de 2016 –recogida en el Plan Presupuestario de 2017– que se situaba en el 99,4%.

Aunque en el tercer trimestre de 2016 el endeudamiento se redujo siete décimas de PIB, no esperamos que esta sea la tónica de los próximos trimestres, ya que esta contracción se debió

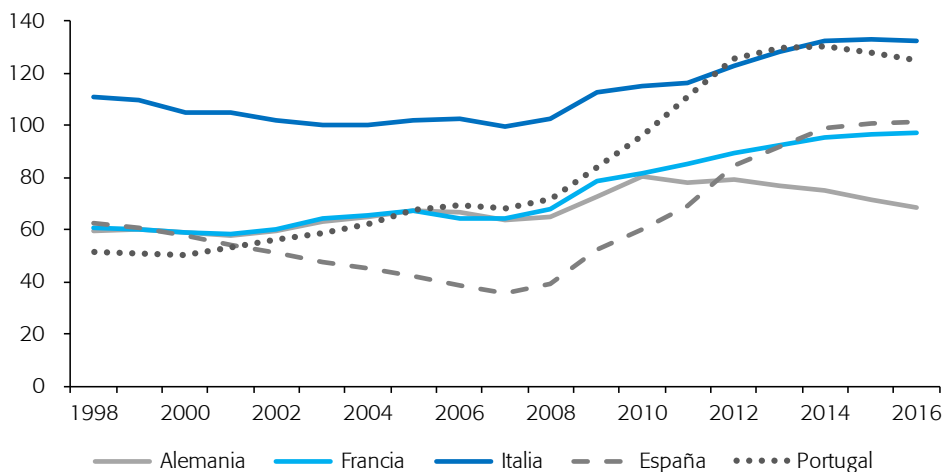
*El Tesoro prevé una emisión bruta de 220.000 millones de euros en 2017 y una emisión neta de 35.000 millones, soportada en su totalidad por bonos y obligaciones. Una parte significativa del endeudamiento se utiliza a su vez para canalizar liquidez a las comunidades autónomas.*

más a aspectos coyunturales que a la propia dinámica de la evolución del endeudamiento. En el mejor de los casos, y mientras no se constate una política más efectiva de reducción del déficit, cabría esperar una contención de la deuda en niveles similares a los actuales (2016: 100,6%; 2017: 100,8% y 2018:100,4%).

Gráfico 1

### Evolución del endeudamiento público en algunos países de la UEM

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 1

**Endeudamiento público de las AA.PP. españolas por subsectores y total\***

	Saldo vivo (miles de millones de €)					Deuda sobre PIB (%)				
	Nivel		Variación			Nivel		Variación		
	Sep.-15	Jun.-16	Sep.-16	Trimestral	Anual	Sep.-15	Jun.-16	Sep.-16	Trimestral	Anual
Admin. Central	938,8	964,7	968,8	4,1	30,0	88,2	88,1	87,7	-0,4	-0,5
Comunidades autónomas	253,6	272,8	272,0	-0,8	18,4	23,8	24,9	24,6	-0,3	0,8
Corporaciones locales	36,9	35,1	34,7	-0,4	-2,2	3,5	3,2	3,1	-0,1	-0,4
Seguridad Social	17,2	17,2	17,2	0,0	0,0	1,6	1,6	1,6	0,0	0,0
Ajuste	-178,8	-183,5	-184,9	-1,4	-6,2	-16,0	-16,9	-16,7	0,2	-0,7
Admin. públicas	1.068	1.106	1.108	1,4	40,0	100,3	101,0	100,3	-0,7	0,0

*Nota:* \* La metodología para el cálculo del nivel de deuda pública total en términos de Protocolo de Déficit Excesivo supone la suma de la deuda de cada uno de los niveles ajustada por los activos financieros frente a las AA.PP.

*Fuente:* Banco de España, Afi.

Del total de la deuda, a la Administración Central (AC) le corresponde el 87,7% del PIB, el 24,6% a las comunidades autónomas (CC.AA.), el 3,1% a las corporaciones locales (CC.LL.) y un 1,6% a las Administraciones de la Seguridad Social (SS). Los ajustes por deuda entre administraciones suponen 185.000 millones de euros y permiten que el total sea menor que la suma de los subsectores (véase el cuadro 1). La práctica totalidad de dicho ajuste lo explican la deuda que tienen contraída las CC.AA. con la Administración Central a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas –138.000 millones de euros– y la deuda captada por las CC.LL. a través del Fondo de Financiación para las Corporaciones Locales –7.200 millones de euros–. El resto se explica por la deuda, cada vez menor, del Tesoro adquirida por el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, que de no tomarse medidas que lo impidan podría agotarse a finales de 2017 o a lo más tardar a inicios de 2018.

### Mínimos históricos del coste de financiación del Tesoro y aumento de la vida media de su cartera de deuda

El Tesoro tuvo que financiar en 2016 unas necesidades brutas de 221.000 millones de euros.

De este volumen 120.000 millones de euros se cubrieron a través de la emisión de bonos y obligaciones y 101.000 a través de letras del Tesoro. La mayor parte de estas necesidades se destinan a refinanciar vencimientos. La emisión neta fue de 35.000 millones, sensiblemente inferior a los 45.000 millones inicialmente pronosticados.

La estrategia prevista para 2017 es muy similar a la seguida en 2016, con una emisión bruta de 220.000 millones de euros y una emisión neta

Cuadro 2

**Programa de financiación del Tesoro**

(En millones de euros y en términos efectivos)

	Cierre 2015	Cierre 2016	Previsión 2017
Emisión neta total	47.717	35.043	35.000
Emisión bruta total	236.817	221.364	220.017
<b>Medio y largo plazo</b>			
Emisión bruta*	139.000	120.368	122.904
Amortización*	95.997	85.301	87.904
Emisión neta*	43.003	35.067	35.000
<b>Letras del Tesoro</b>			
Emisión bruta	97.816	100.996	97.113
Amortización	93.103	101.020	97.113
Emisión neta	4.713	-24	0

*Nota:* \* Incluye deuda en divisas, bonos y obligaciones, préstamos y deudas asumidas.

*Fuente:* Tesoro Público.

de 35.000 millones, la cual es soportada en su totalidad por la emisión de bonos y obligaciones (cuadro 2). Esta emisión neta no está destinada en su totalidad a financiar el déficit de la Administración Central, ya que una parte significativa del endeudamiento que capta el Tesoro se utiliza a su vez para, canalizar liquidez a las CC.AA. —que se endeudan con la Administración Central a través

del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas (FFCA)—.

A pesar de esta elevada actividad emisora del Tesoro, el contexto ha sido claramente favorable y ha podido beneficiarse de la reducción de los tipos de interés, hasta nuevos mínimos históricos, para financiar su nueva deuda. Desde el 3,8% en

Gráfico 2a

**Porcentaje de emisión de bonos y obligaciones por tramos y vida media de la emisión**

(En años)

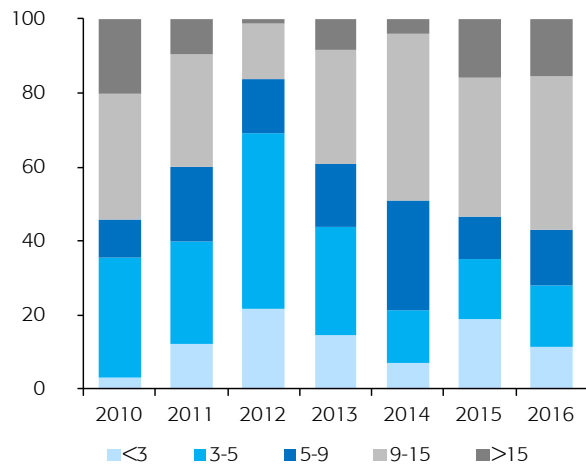


Gráfico 2b

**Vida media de las emisiones de bonos y obligaciones**

(En años)

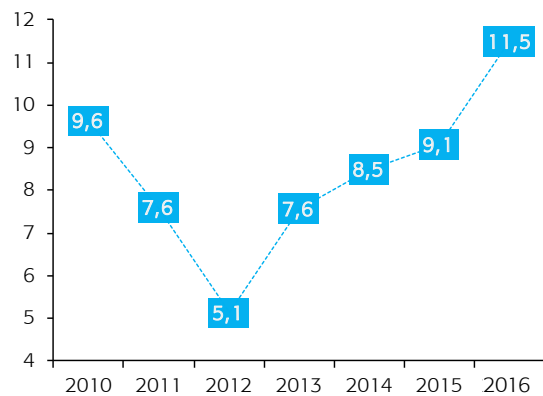


Gráfico 2c

**Vida media de la cartera de deuda del Estado en circulación**

(En años)

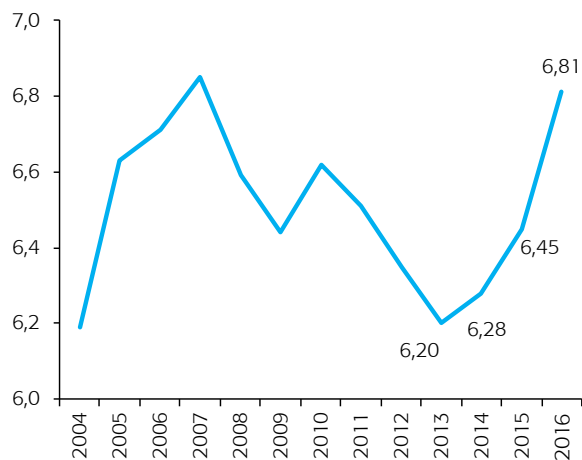
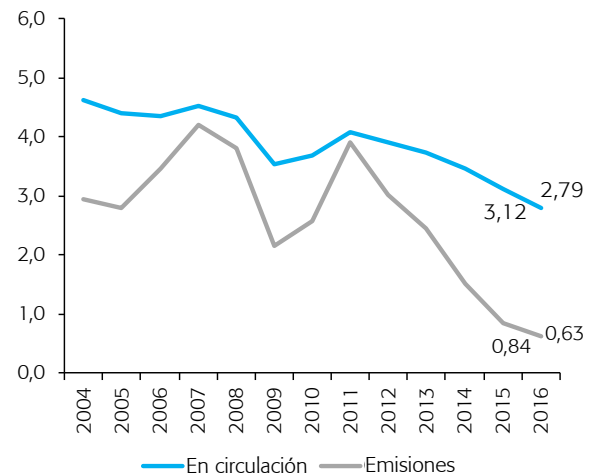


Gráfico 2d

**Coste medio anual de las emisiones y de la deuda en circulación**

(En porcentaje)



Fuente: Tesoro Público.

el que se situaba la TIR media de emisión a finales de 2011, el Tesoro se ha beneficiado de una tendencia claramente bajista que ha permitido cerrar 2016 en el 0,63% (gráfico 2d). En consecuencia, el coste medio anual de la cartera de deuda del Tesoro viene reduciéndose desde entonces, desde el 4,1% al 2,8% en el que ha finalizado 2016.

Este proceso de reducción del coste de la deuda en términos relativos se debe tanto a la drástica caída de la prima de riesgo a la que se financia el Tesoro español frente a la deuda alemana, como a la intensa reducción del propio tipo de interés al que se financia el Tesoro alemán. Ambos movimientos vienen explicados en buena parte por la política monetaria expansiva adoptada por el Banco Central Europeo (BCE). Aunque tampoco hay que obviar el impacto que ha tenido en la contracción de la prima de riesgo la buena dinámica que está teniendo la economía española, así como el saneamiento del sistema financiero.

Al igual que en otros países de nuestro entorno, el Tesoro ha aprovechado el actual contexto económico y financiero propicio para alargar la vida media de su cartera. Esto le permitirá reducir los efectos de eventuales tensiones financieras que le dificulten colocar su deuda en los mercados de capitales, a consecuencia de la menor acumulación de vencimientos en un ejercicio determinado. De esta manera, la vida media se ha ampliado desde los 6,2 años de cierre de 2013 hasta los 6,8 años a cierre de 2016 (gráfico 2c). De hecho, de todas las emisiones de deuda a largo plazo realizadas por el Tesoro en el año, más del 50% son a un plazo igual o superior a 10 años, volumen muy superior al de ejercicios anteriores (gráficos 2a y 2b). Además, un 16% del total se ha emitido a un plazo superior a los 15 años, llegando a lanzarse incluso una emisión a 50 años a través de una operación sindicada a mediados de ejercicio con un claro efecto señalizador sobre el mercado.

En 2017 el Tesoro continuará con su estrategia de cubrir la mayor parte de sus necesidades de financiación a largo plazo a través de subastas ordinarias de bonos y obligaciones con cupón fijo; aunque, al igual que en durante 2016, podría efectuar subastas de referencias indexadas a la inflación europea en la primera subasta de cada mes. Este tipo de deuda ya supera el 3% del total de la deuda del Estado en circulación. Igualmente, en determinadas ocasiones, el Tesoro recurrirá a sindicaciones bancarias para colocar ciertas referencias.

## Mayor apelación de las comunidades autónomas a los mercados a pesar del aumento del FLA

La complicitad de los mercados y el mantenimiento de los mecanismos de liquidez del Tesoro a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas (FFCA)<sup>1</sup> han facilitado la estrategia de endeudamiento de los gobiernos regionales. La mayoría de las necesidades de

---

*Aunque la mayor parte de las necesidades de financiación a largo plazo de las CC.AA. ha continuado cubriéndose en 2016 a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas, han aumentado las operaciones en el mercado de capitales. A Madrid, País Vasco y Navarra se han sumado Asturias, Castilla y León y La Rioja.*

---

financiación de 2016, aproximadamente dos tercios del total, se han seguido cubriendo apelando al Tesoro, que ha proporcionado 31.373 millones de euros a las regiones que voluntariamente lo han solicitado. Los incentivos del Gobierno central para reducir la presencia de las administraciones

<sup>1</sup> El Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas (FFCA) se divide en cuatro compartimentos: Facilidad Financiera, Fondo de Liquidez Autonómica, Fondo Social y Fondo de Financiación para el Pago a Proveedores. No obstante, en 2016 únicamente se han cubierto necesidades de financiación a través de los primeros y se espera que esta sea la tónica de los próximos años.

territoriales en el mercado hacen difícil que algunas CC.AA. puedan justificar su autonomía para financiarse. Si bien es cierto que las más endeudadas no pueden plantearse otra alternativa, en otros casos su permanencia en el FFCA se explica por la clara subvención que el Gobierno está practicando en la financiación de las CC.AA. Ya no solo porque no está trasladando ningún coste por el proceso de gestión e intermediación de esta financiación sino sobre todo porque ha ofrecido un tipo del 0% durante los tres primeros años a todas las CC.AA. que hayan cumplido con la estabilidad presupuestaria a través del compartimento de la Facilidad Financiera.

No obstante, aunque la actividad emisora de deuda autonómica sigue siendo reducida en comparación a su potencial, las condiciones en los mercados de bonos han sido también muy propicias, con tipos de interés en mínimos históricos y cada vez más próximos al Tesoro. De hecho, en 2016 se han sumado tres comunidades más (Asturias, Castilla y León y La Rioja) a las que ya se financiaban en el mercado de capitales un año antes (País Vasco, Navarra y Madrid). Aunque han tenido que asumir un coste por el diferencial –decreciente,

en todo caso– que los inversores exigen sobre Tesoro, esta estrategia debería permitirles beneficiarse de menores costes en el futuro como emisores habituales con una política de comunicación permanente con los inversores.

Hay más factores que deben tenerse en cuenta en esta decisión que cada gobierno regional puede adoptar cada año voluntariamente. Unos son de carácter político, como la pérdida de autonomía financiera que supone la adhesión al compartimento del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) o la sujeción a condicionalidades diversas, y otros son fundamentalmente de mercado, porque la financiación que proporciona el FLA es muy estandarizada en plazos –hasta ahora, a diez años–, impidiendo aprovechar oportunidades de alargar vencimientos en una coyuntura bajista de tipos, tal y como está llevando a cabo el propio Tesoro.

Este retorno de algunas comunidades autónomas a los mercados de capitales lógicamente ha tenido su impacto en el mercado de bonos autonómicos. Aunque en términos de volumen no ha sido muy significativo (se ha pasado de 3.473 millones de euros en 2015 a 4.165 millones

Cuadro 3

**Emisiones de bonos realizadas en 2016**

Comunidad autónoma	Volumen (mill. euros)	Plazo (años)	Cupón (%)	Comunidad autónoma	Volumen (mill. euros)	Plazo (años)	Cupón (%)
Asturias	102	9	0,862	Madrid	44	4	0,204
Asturias	39	5	0,654	Madrid	60	10	1,771
Castilla y León	400	5	0,700	Navarra	150	12	2,128
Castilla y León	44	15	1,585	Navarra	10	12	2,128
Castilla y León	246	10	1,200	Navarra	15	12	2,128
Castilla y León	50	4	0,350	Navarra	85	12	1,592
Madrid	700	5	0,727	País Vasco	500	10	1,750
Madrid	300	30	3,250	País Vasco	120	2	0,000
Madrid	265	12	2,214	País Vasco	190	10	1,466
Madrid	66	15	2,398	La Rioja	60	2	0,125
Madrid	66	50	3,756	La Rioja	45	3	0,300
Madrid	48	15	1,785	La Rioja	60	2	0,100
Madrid	500	8	0,997				

Fuente: Bloomberg, Afi.

de euros), sí ha sido más relevante en cuanto al número de emisiones (véase el cuadro 3). Mientras que en 2015 apenas se realizaron nueve emisiones de deuda autonómica, en 2016 su número se ha elevado a veinticinco.

Las CC.AA. que decidieron acudir al mercado en 2016 cubrieron sus necesidades de financiación en unas condiciones muy favorables y de amplia liquidez, coexistiendo una oferta reducida de valores autonómicos y una demanda amplia

donde los inversores tratan de capturar rentabilidades adicionales respecto a la deuda soberana. Como factor adicional hay que subrayar que el BCE decidiese incorporar a su programa de compras de deuda pública –*Public Sector Purchase Programme*–, la deuda subsoberana en riesgo de inversión según las agencias de *rating*. Aunque son pocas las referencias líquidas en el mercado de deuda autonómica, el BCE ya había adquirido deuda de diez emisiones distintas correspondientes a cuatro CC.AA. –Madrid, Castilla y León, País

Cuadro 4

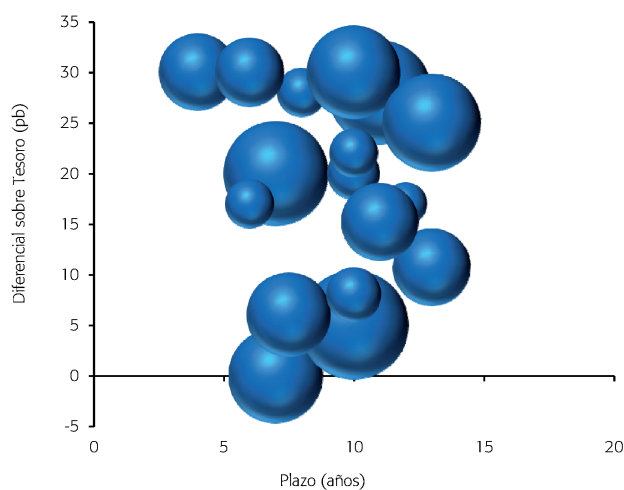
#### Referencias adquiridas por el BCE de comunidades autónomas

	Fecha emisión	Vencimiento	Cupón (%)	Saldo vivo (Mill €)
Castilla y León	25/02/2014	30/04/2024	4	650
Madrid	10/02/2014	21/05/2024	4,13	1.600
Madrid	18/02/2015	30/04/2024	1,83	1.803,75
País Vasco	08/03/2016	16/03/2026	1,75	500
Madrid	12/03/2010	12/03/2020	4,688	1.469,38
Madrid	19/05/2016	19/05/2021	0,727	700,00
Madrid	08/05/2015	08/05/2022	1,189	500,00
Madrid	30/09/2016	30/09/2024	0,997	500,00
Madrid	15/09/2006	15/09/2026	4,3	1.972,13
Aragón	17/01/2013	17/01/2027	8,25	401,00

Fuente: Banco de España.

Gráfico 3

#### Muestra relevante de préstamos formalizados en 2016 por comunidades autónomas\*



Nota: \* Tamaño de la burbuja según volumen.

Fuente: Afi.



Vasco y Aragón— a cierre de 2016. Siete de ellas pertenecen a la Comunidad de Madrid, lo que constituye un estímulo para los gobiernos que definen una estrategia de presencia activa en el mercado con emisiones que concentren volumen a los plazos más relevantes y que puedan servir de *benchmark* para el sector (véase el cuadro 4).

Estas CC.AA. también canalizaron un volumen relevante de sus necesidades a través de préstamos, donde las condiciones han sido en algunos casos tan ventajosas o más que en las emisiones de valores (gráfico 3). Aunque el coste máximo se encuentra limitado desde septiembre de 2012 por el “principio de prudencia financiera”, hay que señalar que el mercado se ha situado en la mayor parte de los casos por debajo del límite establecido normativamente. Conviene indicar que no solo han formalizado préstamos las CC.AA. que no han acudido al FFCA. Algunas de las comunidades adheridas al mecanismo, aunque con resultados muy desiguales, han continuado refinanciando sus carteras con el objetivo de reducir su coste medio y conseguir ahorros, aprovechando la competencia en el sector crediticio para ganar cuota de mercado. Han sido sobre todo las entidades medianas y pequeñas las que han dinamizado el mercado de préstamos frente la incomodidad de las grandes con una medida —el “principio de prudencia

financiera”— que limita el margen de negociación de las refinanciaciones.

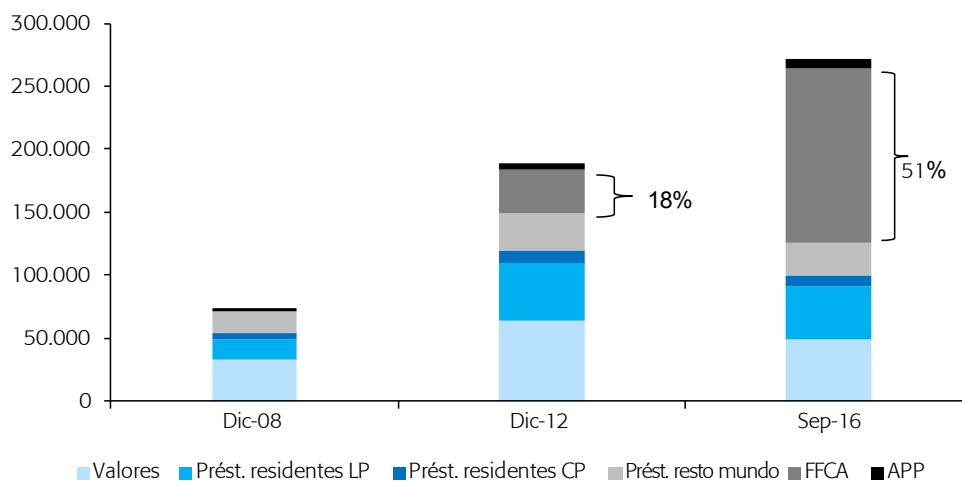
No obstante, el rasgo fundamental es el mayor protagonismo que la Administración Central ha ido adquiriendo en los últimos cinco años como financiador de los gobiernos regionales, que concentra ya más del 50% de su endeudamiento. Sin duda, es una estrategia que tendrá trascendencia en el futuro más inmediato, estando pendiente la reforma del sistema de financiación de las comunidades autónomas. Esta circunstancia ha condicionado la estructura de la cartera de deuda en el sector autonómico, que lógicamente ha ido en detrimento de otros financiadores e instrumentos. Con todo, el hecho de que algunas CC.AA. hayan decidido financiarse en los mercados de capitales en 2016 con volúmenes significativos ha supuesto que el peso de los valores se mantenga en el entorno del 18%. Los préstamos en entidades nacionales representan un porcentaje similar, mientras que el 10% restante de la financiación se concentra en banca extranjera (véase el gráfico 4).

La distribución de la deuda es bastante desigual entre las distintas CC.AA., tanto en términos relativos como en cuanto a los instrumentos utilizados (véase el cuadro 5). Respecto a la ratio de deuda/PIB, únicamente cinco comunidades tienen un

Gráfico 4

## Evolución del conjunto del endeudamiento autonómico por instrumentos

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España, Afi.



Cuadro 5

## Volumen y distribución de la deuda autonómica por instrumentos, tercer trimestre 2016

	Total (mill. euros)	Instrumento (%)		Por prestamista (%)			
		Préstamos	Valores	EEFF	Resto del mundo	FFCA	Asoc. Público Privadas
Andalucía	32.316	87,5	12,5	12,5	7,3	66,9	0,9
Aragón	7.320	62,2	37,8	21,1	11,6	29,5	0,0
Asturias	4.111	100,0	0,0	43,0	18,1	36,1	2,8
Baleares	8.628	92,2	7,8	22,0	4,4	63,7	2,1
Canarias	6.816	81,0	19,0	17,7	1,9	60,9	0,5
Cantabria	2.823	98,5	1,5	24,8	9,2	61,0	3,5
Castilla-La Mancha	13.846	89,2	10,8	15,1	7,9	66,3	0,0
Castilla y León	10.910	73,4	26,6	35,7	16,2	18,8	2,7
Cataluña	74.400	91,1	8,9	13,9	8,5	62,8	5,9
Extremadura	3.966	85,5	14,5	35,3	10,7	39,4	0,0
Galicia	10.624	56,3	43,7	21,5	10,9	20,2	3,7
La Rioja	1.482	71,1	28,9	38,3	14,4	18,4	0,0
Madrid	29.502	45,5	54,5	23,4	11,5	6,5	4,0
Murcia	8.098	95,1	4,9	11,6	10,1	73,5	0,0
Navarra	3.678	55,0	45,0	33,9	12,5	0,0	8,6
País Vasco	10.264	64,1	35,9	43,1	21,0	0,0	0,0
Valencia	43.194	95,1	4,9	11,7	8,3	73,0	2,1
Total	271.980	81,8	18,2	18,5	9,6	50,7	3,0

Fuente: Banco de España y Afi.

nivel superior a la media autonómica (24,6%). Dos de ellas, Cataluña y Comunidad Valenciana, acumulan el 43% del total del endeudamiento autonómico, con ratios muy elevadas (35,6% y 41,6% sobre PIB, respectivamente). Las CC.AA. que presentan una menor ratio de deuda en términos de PIB, son la Comunidad de Madrid con un 14,2% y País Vasco y Canarias (15,2% y 15,8%, respectivamente) y por debajo del 20% hay otras cinco comunidades. Todas estas regiones son las que más fácil tienen el acceso a los mercados de capitales.

En cuanto a los instrumentos utilizados también hay una divergencia importante (cuadro 5). Mientras que Navarra y País Vasco no han contraído endeudamiento alguno con el FFCA y en Madrid se ha limitado a un año, ocho ya tienen contraído

con este más del 60% de su endeudamiento, e incluso se aproxima al 75% en la Región de Murcia y la Comunidad Valenciana. Lógicamente, la adhesión a estos mecanismos genera una pérdida de peso de los valores emitidos, de forma que comunidades que tradicionalmente tenían una gran presencia en los mercados de bonos, como Cataluña, Andalucía y Comunidad Valenciana, tienen hoy en día un peso muy residual.

## Conclusiones

Razones muy diversas han permitido cubrir a costes cada vez menores las necesidades de financiación de las administraciones públicas, sobre todo del Tesoro y de las comunidades autónomas<sup>2</sup>. A pesar del fuerte crecimiento de la deuda pública, el dinamismo de la economía y

<sup>2</sup> Las corporaciones locales, a diferencia de la Administración Central y las comunidades autónomas, desde junio de 2012 se encuentran en proceso de desapalancamiento y han reducido su nivel de deuda en casi 12.000 millones de euros, situándose en 34.700 millones a septiembre de 2016. Esto supone una reducción del 25% desde el máximo que se registraba a mediados de 2012. Este proceso de reducción de la deuda se ha debido en buena parte a las limitaciones normativas que se les han impuesto para la captación de financiación.

la mejora de los fundamentos domésticos ayudan a entender una parte de este retorno de la confianza de los inversores —y no tanto por el cumplimiento de los objetivos de déficit, que se han superado de forma casi sistemática—.

Pero han sido sobre todo factores externos, alimentados por la política monetaria extraordinariamente expansiva del BCE, los que han conducido las curvas de rentabilidades a mínimos históricos en casi toda la eurozona con referencias negativas en casi todos los tramos representativos de la deuda alemana. Gracias a ello, el Tesoro ha podido satisfacer no solo sus necesidades, sino intermediar dos tercios de la financiación de las comunidades autónomas, sobreendeudándose en alrededor de 140.000 millones desde 2012.

---

*El desequilibrio más grave de nuestras finanzas públicas reside en la Seguridad Social, y dada la cercanía del agotamiento del Fondo de Reserva quizás el Tesoro debería priorizar sus esfuerzos en captar financiación para este subsector y no desincentivar a las comunidades autónomas a financiarse en los mercados de capitales.*

---

Todo ello ha sido posible porque el BCE ha adquirido en el mercado secundario algo más de 90.000 millones de euros solo durante 2016, importe que representa tres cuartas partes de las emisiones brutas del Tesoro de bonos y obligaciones y que triplica a sus necesidades netas del pasado año.

Sin embargo, esta estrategia no puede ser neutra para el Gobierno central. Aunque contablemente la titularidad de la deuda también se impute a las comunidades autónomas, la actividad emisora es del Tesoro, que ha tenido que destinar un 40% de sus emisiones netas a financiar los diferentes compartimentos del FFCA en los últimos cinco años. A todas luces la curva de rentabilidades no puede ser ajena a este aumento del *stock* de deuda —que puede estimarse aproximadamente en un 15% del saldo vivo—. Aún en el

caso de que su impacto haya sido mínimo, difícilmente lo será en el futuro.

La conveniencia, en su momento, de estos mecanismos permitió alejar el fantasma de suspensión de pagos de algún gobierno regional e inyectar liquidez en la economía pero en el contexto actual es discutible que el Tesoro tenga que seguir incentivando esta vía de financiación disuadiendo de salir al mercado a quienes tienen oportunidad de hacerlo subvencionando el tipo de interés. Salvo que esta política tenga vocación de permanencia, lo que invitaría a reflexionar por sus contradicciones con la autonomía financiera, alejar por mucho tiempo a los inversores de las comunidades autónomas supondrá costes de reentrada en el futuro que se podrían evitar. Más allá de otras derivadas, como los incentivos perversos que genera el sistema actual sobre el compromiso con la estabilidad presupuestaria y la discrecionalidad y asimetrías en el reparto de recursos, el problema de la financiación regional no debe descansar en solventar su endeudamiento. El contexto actual permite el retorno de las CC.AA. a los mercados y el Tesoro debería centrarse en auxiliar a aquellas que aún no pueden hacerlo mientras se define un modelo que garantice una financiación suficiente, de acuerdo con los principios de equidad, transparencia y corresponsabilidad fiscal, tal y como se ha recogido en el borrador de la Conferencia de Presidentes.

Es evidente que los factores externos que hoy son cómplices no serán duraderos y el Tesoro tiene la responsabilidad de gestionar una cartera de deuda récord que se aproxima al billón de euros minimizando los costes para los contribuyentes. En un Estado tan descentralizado como el nuestro, las diferentes administraciones deben asumir su corresponsabilidad fiscal. Condicionar la autonomía por la vía financiera no parece lo más prudente si conlleva un coste de sobreendeudamiento que sin duda penaliza la capacidad del Tesoro para acceder a los mercados. Más aún cuando existen otros retos sin resolver que exigirán, al menos en el corto plazo, del aumento de la deuda pública. De hecho, estando el Fondo de Reserva de la Seguridad Social cerca del agotamiento, el desequilibrio

estructural más grave y urgente de nuestras cuentas públicas reside, sin ningún género de dudas, en la financiación de las pensiones. Aunque una

parte pueda corregirse con mayores ingresos, es difícil intuir medidas que no pasen por aumentar el recurso al endeudamiento.