

O FINANCIAMENTO AUTONÓMICO DESPOIS DO EURO

BLAS CALZADA TERRADOS
Bolsa de Madrid

Recibido: 29 setembro 1997

Aceptado: 21 outubro 1997

INTRODUCCIÓN

Neste breve traballo non imos tratar do financiamento dos gastos correntes das autonomías nun contorno de moeda única europea, senón do financiamento de eventuais déficit a curto e longo prazo, incluídos os financiamentos especiais de infraestructuras que é probable que se presenten.

O DÉFICIT DOS ORZAMENTOS AUTONÓMICOS DESPOIS DO ACORDO DE ESTABILIDADE DE AMSTERDAM

Os acordos de estabilidade coma o resto dos acordos, incluídas as condicións de Maastricht, refírense ó déficit global das administracións públicas dun país. No caso de España inclúen, pois, as comunidades autónomas e as entidades locais (concellos e deputacións). Se o conxunto debe ter un determinado déficit, incluíndo un déficit nulo, as posibilidades de ter déficit para unha comunidade autónoma vai depender da política orzamentaria das demais e da política orzamentaria da administración central do Estado.

En España, imos atopar unha situación que presenta as seguintes características:

- a) Un obxectivo global de déficit para toda a zona do euro.
- b) Un obxectivo específico de déficit para as administracións públicas españolas.
- c) Un orzamento da Unión Europea pequeno que non serve para compensar diferencias de riqueza entre rexións europeas. Os fondos de cohesión son pequenos e están en discusión.
- d) Polo tanto, as compensacións interterritoriais haberán de satisfacerse dende os orzamentos dos estados nacionais.

Tendo en conta que España é un país cun diferente grao de desenvolvemento das súas autonomías, a introducción da moeda única vai esixir, sen dúbida, unha política de compensación orzamentaria a través de investimentos de infraestructuras, entre outros métodos.

O abano de posibilidades da política orzamentaria no ámbito nacional é relativamente amplo, pero se temos en conta os condicionantes políticos do Estado das autonomías españolas as posibilidades son aínda maiores.

Unha primeira alternativa sería que non houbose fondos de compensación, é dicir, se unha rexión ten problemas competitivos dentro da Unión Europea, a alternativa para os seus habitantes é a emigración cara ás rexións que se viron favorecidas pola unión monetaria. A solución non só sería inaceptable dende o punto de vista político, senón que ademais non é un proceso que funcionara no pasado próximo, aínda con diferencias de paro bastante grandes e dentro do mesmo país.

Unha solución menos radical e que de feito se leva á práctica nalgún país é que as entidades rexionais teñen prohibido ter déficit e o estado central realiza os investimentos de tal xeito que compensa as posibles bolsas de pobreza. Os estados do sur dos Estados Unidos e o mediodía italiano son exemplos de ineficacia soados. Por outra parte, tampouco ten unha boa presentación política, xa que o papel do Estado das autonomías queda esvaído nun aspecto capital para a política autonómica.

A solución máis probable é, pois, unha na que as políticas orzamentarias se negocien entre as comunidades autónomas e a administración central, tendo en conta a parcial autonomía fiscal das comunidades autónomas e as necesidades que é fácil que se presenten. A creación de *déficit cíclicos programados* pode ser unha solución non só probable senón desexable.

Por déficit cíclicos programados entendemos diferencias de ingresos e gastos para comunidades autónomas que teñen que facer un esforzo de investimento, tipicamente en infraestruturas, porque a súa situación económica se deteriorou sobre a media da nación ou da Unión Europea. Pero é cíclico porque ten que compensarse por superávit nuns anos posteriores previamente programados.

Dende o punto de vista nacional ese déficit debe ser compensado por un menor déficit ou un superávit da administración central para cumprirlos obxectivos globais.

A relativa potestade fiscal da que gozan as comunidades autónomas españolas permitiría un sobrecargo para os cidadáns co fin de eliminar a débeda nos anos que se programen. Se as comunidades sofren unha mala situación económica podería considerarse dende o Estado central axudar a pagar a débeda.

Parece que unha política orzamentaria deste tipo, no que se refire ós déficit, iríalle bastante ben á realidade político-económica española.

Poñamos un caso, naturalmente inventado, do que podería ser un déficit cíclico programado. Se Galicia necesita un esforzo de comunicacións ou adestramento de man de obra ou infraestructura gasística, por poñer un exemplo, e iso supón aumentar os gastos da Comunidade 100 mil millóns de pesetas durante tres anos, iso debería facerse con dúas condicións: os 100 mil millóns de pesetas compensaríanse cun menor déficit ou un superávit de idéntica contía na administración central e,

ademais, os 300 mil millóns de débeda terán que pagarse nun tempo determinado cun superávit correspondentes; por exemplo, durante os cinco anos seguintes. Para iso ou se baixan os gastos ou se incrementan os ingresos, incluíndo a posibilidade dunha recarga impositiva transitoria. A administración central pode ou non axudar no pagamento da débeda segundo as circunstancias.

AS EMISIÓNS DE DÉBEDA DE ENTIDADES PÚBLICAS NA UNIÓN ECONÓMICA E MONETARIA

Como é coñecido, o sistema de emisión de diñeiro por parte do Banco Central Europeo coa axuda dos bancos nacionais non estará influído por ningunha medida de política económica de ningún goberno, incluída a Comisión de Bruxelas ou os Consellos de Ministros comunitarios de calquera tipo. É dicir, a política monetaria rexerese tendo en conta só un fin: o mantemento do poder adquisitivo do euro, ou o que é o mesmo, mante-la inflación tan baixa como sexa posible e o valor exterior do euro tan alto como sexa posible, tamén.

A independencia do Banco Central significa en moitos países de Europa que o acceso ó Banco Central por parte do goberno non é indefinido e automático e, polo tanto, as contas do Tesouro non son unha contrapartida á emisión de billetes.

Dende o punto de vista da emisión da débeda pública iso quere dicir que o risco de non-pagamento existe. Poñamos o exemplo de España. Durante o século XIX a débeda pública española pagábase en metais preciosos ou billetes apoiados por metais preciosos. Como o metal da contrapartida non podía crealo o Estado (aínda sen cambia-la proporción necesaria para emitir billetes) eran posibles as suspensións de pagamentos da débeda pública e, de feito, houbo suspensións de pagamentos, mellor ou peor enmascaradas de conversións. Dende 1902, como os adiantos do Tesouro se consideraron activos do Banco de España e a conversión en ouro ou prata dos billetes se fixo nominal, a débeda pública pagouse puntualmente. Dende 1919 ó final dos anos cincuenta monetizábase de modo automático no Banco de España e, polo tanto, non tiña problemas o seu mantemento nas carteiras dos investidores e as emisións para amortizar outras ó seu vencemento, tampouco. Ademais, sempre se podía recorrer á conta do Tesouro no Banco de España para suplir calquera desfase de tesourería.

Esta situación acabou desde en 1994 se promulgou a Lei de independencia do Banco de España que, entre outras cousas, impídelle ó Tesouro dispoñer de fondos da súa conta sen ter saldo nela ó seu favor.

Tódolos países integrantes da Unión Europea están dotados dunha lei de independencia dos seus bancos centrais e, por iso mesmo, xa agora, as súas emisións na súa moeda propia teñen un certo risco que é considerado polos mercados como pouco importante. A distinta cotización das débedas débese ó compoñente de risco de cambio que algúns países sofren e que aprecian os posuidores estranxeiros da

súa débeda. Se o aforro interior non é suficiente para absorber as emisións públicas, as compras por estranxeiros provocan diferencias de tipos de xuros para compensar posibles diferencias de tipos de cambio.

As emisións en euros, que será a moeda común, non van ter risco de divisa, evidentemente, pero si terán risco de non-pagamento porque existe a posibilidade, se non de non-pagamento total, de atrasos e perdóns máis ou menos importantes. Iso no tocante ós estados. As comunidades autónomas e outras entidades subestatais máis aínda.

Á vez, o mercado de colocación de obrigas será moito máis grande pero, por suposto, máis impersoal e profesional. Parodiando a Ciro Alegría, será máis ancho e máis alleo. Polo tanto, para participar nel haberá que ter "cualificación" ou "rating".

As emisións españolas e, en xeral, as europeas non teñen cualificación na mesma proporción que a teñen en Estados Unidos, sobre todo as emisións públicas. As únicas cualificacións que se fixeron de maneira practicamente exhaustiva foron sobre a capacidade de pagamento en divisas. Para moitas nacións esa cualificación foi fundamental para obter fondos dos mercados internacionais. Sen embargo, a cualificación para pagar en divisas, suposta a dependencia do Banco Central ó poder político, está medindo sobre todo a capacidade da economía para xerar divisas fortes no futuro e moito menos a capacidade do orzamento de te-lo superávit necesario para pagar a débeda nalgún prazo.

Precisamente, a análise da capacidade de pagamento no futuro será o obxecto do "rating" para tódalas entidades públicas na Unión Europea da moeda única.

Evidentemente, para unha comunidade autónoma española compararse co Estado alemán ou co francés parece moi desfavorable nunha primeira impresión. E así sería con toda seguridade se se partise de cero, pero o volume de débeda acumulada por moitos estados europeos fai que a súa cualificación non sexa excepcionalmente boa.

Se como explicamos máis arriba, os déficit das comunidades autónomas son programados e limitados no tempo, a cualificación por parte das sociedades de "rating" poden ser moito mellor cá de moitas nacións da Unión Europea.

De non ser así, é dicir, se os déficit non son programados e limitados, é case seguro que o rating de España será mellor có de ningunha comunidade autónoma e habería que considera-la conveniencia que emitise o Estado central por tódalas comunidades.

A opción por parte das comunidades autónomas neste último caso podería ser dobre: emitir elas a pesar de todo, ou colocar entre as entidades de depósito da comunidade unha débeda que debería te-la consideración de privada sen acudir a ningún "rating".

Na miña opinión, as diferencias de tipos de xuros que deban pagarse por distinta cualificación entre as nacións da Unión Europea non serán moi grandes. Sor-

prenderíame moito se entre o tipo de xuro da mellor cualificada e da peor existe nin sequera un punto de diferenza. Tamén creo que entre o Estado central español e as comunidades que forman parte del unha diferenza dun punto sería escandalosamente alta.

Polo tanto, a alternativa de emitir por parte das comunidades sería máis cara pero non inabordablemente máis cara. Insistimos, unha vez máis, que iso será no caso de déficit non programados sen plan de devolución das emisións.

A outra alternativa, "colocar" a débeda entre as entidades financeiras dependentes da comunidade, é, cando menos, pouco aconsellable. Ter no seu activo débeda sen cualificar vai contribuír a que o seu propio "rating" sexa peor e que as súas propias emisións sexan máis caras, poñendo en perigo a súa competitividade.

OS MERCADOS FINANCEIROS DE EMISIÓNS PÚBLICAS NA UNIÓN EUROPEA DE MOEDA ÚNICA

Un dos mercados financeiros que, sen dúbida, vai variar na introducción á moeda única é o de débeda pública, que será o que determine o tipo de xuro a longo prazo para toda a Unión Europea. Como xa dixemos, haberá unha diferenza de rendemento segundo o risco de non-pagamento, polo tanto, o menor dos rendementos será o que determine os tipos de xuro sen risco en toda a zona do euro. Como é ben sabido, ademais de te-lo mínimo risco de non-pagamento, o rendemento sen risco debe estar inmunizado polas variacións dos tipos de xuro no período elixido.

Por outra parte, o Banco Central Europeo determinará, como se vén facendo nos países europeos para cada unha das súas moedas, o tipo de xuro a curto prazo, o tipo de xuro a uns poucos días, que se complementará co mercado interbancario, que será o que defina os tipos a un día.

Sen embargo, o prezo pódese definir non pola débeda con menor risco senón pola de maior volume de contratación. Aínda que Dinamarca ou Irlanda puideran ser uns países nos que a súa débeda teña as maiores garantías, a súa pequena dimensión fará que a súa débeda non teña o volume suficiente para ser contratada de maneira fluída.

Polo tanto, a débeda que vai determina-lo tipo a longo prazo sería razoablemente a dun país grande cun nivel de débeda razoable. O candidato actual é Alemaña para os primeiros anos do funcionamento do euro.

Sobre o rendemento da débeda base (*benchmark*) haberá algunhas con desconto e outras con recarga, segundo sexa o seu "rating" e a apreciación dos mercados.

Normalmente, a débeda española terá unha lixeira recarga nos primeiros anos, aínda que é probable tamén que, de continua-las tendencias actuais, a recarga pode transformarse en desconto cara á fin de século. As débedas autonómicas españolas vivas na actualidade terán o seu correspondente maior custo cá débeda española,

como ocorre agora mesmo, pero terán que cumprir algunhas regras se non queren atoparse fóra do mercado.

A primeira delas é someterse a un proceso de cualificación para ter canto antes un rating. Estamos falando da débeda actual; se no futuro vaise emitir débeda cíclica programada, o seu rating deberá ser independente porque seguramente será mellor.

A segunda condición é a da dimensión das emisións. A débeda pública española nun mercado moito máis pequeno do que será loxicamente o da Unión Económica só ten liquidez nas emisións que superan o medio billón de pesetas.

Aínda así, a débeda española no mercado da Unión Europea non será das máis notables, anque terá o seu sitio con emisións de dimensións aínda maiores.

Non é probable que as débedas autonómicas sexan contratadas por unha porcentaxe elevada de non residentes, aínda que o seu rendemento vai ter relación cos establecidos no gran mercado: os investidores que se atoparán cun círculo máis limitado. Pero, de todas maneiras, a dimensión das emisións deberá ser relativamente grande. Non é pensable que teñan liquidez emisións de dez ou vinte mil millóns de pesetas, e se non teñen liquidez as novas non se colocarán e as actuais languidecerán sen contratación.

Unifica-las emisións existentes na medida do posible é unha tarefa recomendable xa nestes momentos e será inevitable no futuro.

CONCLUSIONES

Neste breve artigo intentei pasar revista ós problemas de financiamento dos déficit pasados ou futuros das comunidades autónomas españolas despois de que se implante a moeda única dentro dun poucos meses.

A mesma existencia dos déficit das autonomías xa se debe ver dende un prisma e, por suposto, o financiamento das que eventualmente se poden producir será notablemente diferente. Se estas liñas contribuíron a aclara-lo futuro que, por suposto, é opaco, o obxectivo deste traballo estará alcanzado.