

La emisión de la “*Generalitat de Catalunya*”:  
Un ejemplo de financiación de alto  
riesgo

---

ARTÍCULO

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor  
y Know Square S.L.

Un indicio de la gravedad en la actual coyuntura económica española se puede ejemplificar con la alternativa adoptada por el gobierno de una de la autonomías más ricas y, también hay que decirlo, más endeudadas del país apelando al ahorro minorista, por medio y a través de las entidades bancarias, para financiar las tensiones de tesorería que sufre a corto plazo.

Técnicamente la *Generalitat* emite un bono a un año y dos días –fecha de emisión 19/11/2010– que paga un cupón a vencimiento del 4,78% (un 4,75% T.A.E.) y amortización única el 21/11/2011. El valor total de la emisión es de 1.890 millones de euros, ampliable a 2.500 millones. La demanda significativa del mismo en los primeros días de la colocación hace suponer que se alcanzará el límite máximo e incluso se tenga que llegar a un prorrateo en la adjudicación.

Existen varios aspectos muy preocupantes en dicha emisión de deuda. En primer lugar, el margen para los bancos colocadores es de tres puntos porcentuales (3%). En este sentido, haciendo unas simples cuentas, la *Generalitat* paga aproximadamente a un año un 7,75% anual. En otras palabras, la prima de riesgo de la *Generalitat* es de aproximadamente 650 puntos básicos<sup>1</sup> en euros muy por encima de economías emergentes de Asia, Latinoamérica, Europa y África. Además la calificación crediticia de la *Generalitat*<sup>2</sup> no refleja el riesgo real asumido. Estados y países con calificaciones crediticias más bajas se están financiando a tipos más bajos.

En segundo lugar, el cliente cree financiar una operación a cambio de un 4,75% a un año sin saber que asume un riesgo de 300 puntos básicos por encima de lo que le van a pagar. Esos 300 puntos básicos o 3 puntos porcentuales los recibe el banco en concepto de comisiones como colocador, sin arriesgar su propio capital. Llama la atención, por tanto, la calificación del producto como “no complejo” de acuerdo a la directiva *MiFID*.<sup>3</sup>

En tercer término, se debe considerar la situación acuciante en la que se encuentra la *Generalitat* que ante las necesidades de caja le llevaron en abril de este año a realizar una gira por Japón donde, sin éxito, intentó colocar una emisión de bonos “samurái” por 5.000 millones de euros. Recién a finales de junio consiguió realizar una emisión a 5 años al 5,75% por 1.000 millones de euros que colocó la Caixa entre sus clientes institucionales y también un crédito sindicado en Julio por otros 1.000 millones liderado en un 70% por La Caixa y BBVA, y en el que no participó el Santander. Además se debe tener en cuenta que una colocación de esta magnitud con un vencimiento a tan corto plazo sólo tiene como objeto cubrir gastos corrientes –intereses y amortizaciones de deuda, pago de salarios de funcionarios, deuda con proveedores, etc. –.

---

<sup>1</sup> Tomamos como referencia el 1,25% que paga el Bund alemán a 1 año (fuente bloomberg a 26 de octubre de 2010).

<sup>2</sup> La calificación crediticia de la *Generalitat* ha sido rebajada en octubre por *Moody's* a A2 desde A1 –con perspectiva negativa–, cuatro escalones por debajo de la calificación crediticia de la deuda española Aa1. En el comentario de la agencia señala que el *rating* A2 refleja también la alta probabilidad de que el Gobierno de España actué para evitar un *default* de la *Generalitat* si esto llegara a producirse.

<sup>3</sup> *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*: es una directiva europea que tiene por objeto principal la protección del cliente regulando el comportamiento de la entidad financiera/de inversión.

En cuarto lugar, como seguramente se colocará la emisión ampliada (2.500 millones de euros), el coste total para la *Generalitat* entre intereses y comisiones ascenderá a cerca de 120 millones de euros –75 millones que irán a parar manos de los bancos– lo que contrasta con los 73,6 millones de euros de contención del gasto anunciado este año por dicha administración.

En quinto término, las 23 entidades bancarias participantes han asegurado diferentes importes de colocación, donde por cierto no participan ni el Santander ni BBVA. Así la Caixa y Caixa Catalunya son los principales colocadores asegurando un importe de 490 millones cada uno, luego le sigue el Sabadell con 185 millones de euros, Barclays con 150 millones, Unnim y Caixa Penedés con 70 millones de euros entre los comercializadores destacados. En caso de no cumplir comercialmente con los importes comprometidos los bancos tendrán que quedarse con los bonos no colocados y que habían asegurado. Esto no implica ningún seguro para el cliente que asume –como indica el folleto– “la posibilidad de pérdida total o parcial del capital invertido derivado de que el emisor pueda entrar en fallida o suspensión de pagos”.

Concluyendo, esta emisión de la *Generalitat* es una muestra del preocupante estado en el que se encuentran varios de los gobiernos de las autonomías españolas y el prácticamente nulo acceso al mercado institucional e internacional de capitales. Los bancos, por su parte, invocando su vocación de servicio a la administración pública, ya que el tipo ofrecido por los bonos de la *Generalitat* le pueden mermar masa de ahorro siendo ésta aún más necesaria ante la inminencia de la aplicación de Basilea III, se verán más que resarcidos con unos márgenes que ofrecen muy pocos productos bancarios. En cuanto a los particulares, se muestran confiados en la garantía institucional ofrecida, que implícitamente considera en última instancia la garantía del gobierno español, lo que explica el éxito de la misma. No obstante, dicha garantía no es explícita e incluso lo impensable, la ocurrencia de eventos únicos e insospechados, puede que no haya calado en las probabilidades de renta futura exigida por los minoristas. Lo verdaderamente grave es que tanto a nivel autonómico como a nivel nacional se siguen tapando agujeros a la espera del “milagro”, milagro que consiste simplemente en que la economía alemana tire del carro del resto de Europa. Pero si esa hipótesis no ocurre, si incluso creciendo Alemania la economía española continúa estancada, la rueda de cubrir deudas con más deudas, que apela a un mercado de ahorros y capitales cada vez más estrecho, tiene un final por desgracia predecible. No sería entonces tan descabellado, si no ocurre un cambio de rumbo significativo, que observemos en un futuro no tan lejano que primero se apele a la ayuda del gobierno central para evitar un *default*, luego que se solicite la ayuda de los organismos supranacionales y cuando todo ello resulte insuficiente, como un último recurso desesperado, se observará a los propios gobiernos autonómicos emitiendo sus propios pagarés u otros sustitutos de dinero para poder cubrir los salarios de su propio personal.