

ENDEUDAMIENTO SUPRANACIONAL  
Y NECESIDADES DE FINANCIACIÓN  
EN LA UNIÓN EUROPEA

2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2021

Mar Delgado-Téllez, Iván Kataryniuk,  
Fernando López-Vicente y Javier J. Pérez

**ENDEUDAMIENTO SUPRANACIONAL Y NECESIDADES DE FINANCIACIÓN  
EN LA UNIÓN EUROPEA**

## **ENDEUDAMIENTO SUPRANACIONAL Y NECESIDADES DE FINANCIACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA**

Mar Delgado-Téllez, Iván Kataryniuk, Fernando López-Vicente  
y Javier J. Pérez

BANCO DE ESPAÑA

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2020

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

La pandemia de Covid-19 ha afectado sustancialmente la trayectoria financiera de los Gobiernos, que han experimentado un aumento significativo de sus necesidades de financiación. En este contexto, la Unión Europea (UE) ha puesto en marcha una serie de programas para facilitar esta financiación en el corto plazo, mediante la activación de líneas de crédito para cubrir los gastos sanitarios directos o indirectos y los gastos de esquemas de desempleo temporal. Además, se ha aprobado un fondo de recuperación (*Next Generation EU*), que transferirá recursos del presupuesto europeo a los Estados miembros para inversiones que mejoren la competitividad y la sostenibilidad social y ambiental. Ante este contexto, en este documento, en primer lugar, se estima el aumento de las necesidades de financiación a escala europea. En segundo lugar, se exponen las acciones supranacionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia, que se financiarán con deuda emitida por la Comisión Europea, en nombre de los Estados miembros. Finalmente, se caracteriza el punto de partida de esta situación, esto es, se proporcionan las principales cifras sobre la deuda supranacional en euros actualmente en circulación y se revisan los argumentos que apoyan la importancia de aumentar este tipo de deuda y los activos seguros a escala europea.

**Palabras clave:** deuda pública, Unión Europea, necesidades de financiación públicas, Fondo Europeo de Recuperación.

**Códigos JEL:** E62, F36, F45, H63.

## **Abstract**

The COVID-19 pandemic has substantially affected the financial trajectory of governments, which have seen their financing needs increase significantly. Against this background, the European Union has launched a series of programmes to smooth this financing in the short term, through the activation of credit lines to cover direct or indirect health expenses and temporary unemployment scheme-related expenditure. Further, it has approved a recovery fund (dubbed Next Generation EU), which will transfer resources from the European budget to the Member States for investments that enhance competitiveness and social and environmental sustainability. In this connection, this paper firstly estimates the increase in financing needs at the European level. Secondly, it sets out the supranational measures adopted to address the consequences of the pandemic, to be financed with debt issued by the European Commission, on behalf of the Member States. Finally, it characterises the starting point of this situation, i.e. it provides the main figures on euro-denominated supranational debt currently in circulation and reviews the arguments in favour of the importance of increasing this type of debt and pan-European safe assets.

**Keywords:** public debt, European Union, public financing needs, European Recovery Fund.

**JEL classification:** E62, F36, F45, H63.

## Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 La crisis asociada al Covid-19 y las necesidades de financiación de los Gobiernos de la Unión Europea 8

2 Mecanismos de financiación supranacional de los Gobiernos 13

3 Los activos seguros y la deuda supranacional 15

Bibliografía 20

## 1 La crisis asociada al Covid-19 y las necesidades de financiación de los Gobiernos de la Unión Europea

Antes de la crisis del coronavirus, las economías del área del euro presentaban una trayectoria de deuda pública descendente. En sus previsiones de otoño de 2019, la Comisión Europea (CE) preveía una caída de la ratio de deuda pública sobre el PIB en el área del euro de 1,3 puntos porcentuales (pp), hasta el 85,1 %, como resultado de un escenario de crecimiento estable, de superávit público primario en el conjunto del área y de un entorno de bajos tipos de interés, lo que otorgaba un margen relativamente amplio para que no se produjeran tensiones en los mercados primarios de deuda soberana. De esta manera, el tipo de interés implícito (esto es, la ratio entre los intereses efectivamente pagados y el total de la deuda) de los principales países europeos se situaba por debajo del 2,5 %, mientras que, en el marginal, una gran parte de las nuevas emisiones soberanas en euros se efectuaban a tipos negativos.

Sin embargo, esta trayectoria se ha visto alterada por la evolución de la pandemia. Por una parte, las medidas de contención de la pandemia tienen un impacto muy acusado sobre la actividad económica, que se ha reflejado en una importante caída del PIB en el corto plazo y, con ella, en un aumento del déficit cíclico de los países, debido a la caída de los ingresos fiscales y el aumento del gasto por desempleo. Por otra parte, los países han aprobado una serie de medidas discrecionales para suavizar los efectos económicos de la pandemia, destinadas a aumentar los recursos de los sistemas sanitarios, dar apoyo a las rentas de los hogares, reducir los flujos recurrentes de pagos de las empresas —mediante aplazamientos y reducciones de impuestos y otras obligaciones— y facilitar la liquidez de las empresas, con un elevado coste para las finanzas públicas. Finalmente, los países deben afrontar la recuperación de las economías —en concreto, de aquellas partes más dañadas del sector productivo— y retos de largo plazo, como la digitalización o el cambio climático, que requerirán de nuevas inversiones

Por ello, en los próximos años el déficit público de los países europeos aumentará significativamente y, con ello, las necesidades de financiación en el mercado. La cuantía del aumento del déficit, no obstante, es muy incierta. En el gráfico 1 se proporcionan las proyecciones para el déficit público de las cuatro mayores economías del área del euro y para la zona del euro en su conjunto en 2020 y 2021, según las últimas previsiones de primavera de la CE y del *Consensus Forecast*. Como se puede observar, en el conjunto de la zona del euro el déficit se situará por encima del 8,5 % del PIB según la CE, más de 7,8 pp superior al registrado en 2019. Esta cifra sería algo mayor según las previsiones de *Consensus Forecast*, más actualizadas, de julio. El aumento con respecto a 2019 sería mayor para aquellos países más afectados, como es el caso de España e Italia. En total, de acuerdo con estas estimaciones, la suma de los déficits de los cuatro países ascendería a unos 748 mm de euros en 2020 y a 330 mm en 2021, alrededor de un 6,7 % y un 2,8 % del PIB del área del euro, respectivamente (veáanse gráficos 1 y 2). Añadiendo el déficit estimado en el resto de los países del área del euro, las necesidades de financiación se elevarían hasta los 941 mm de euros

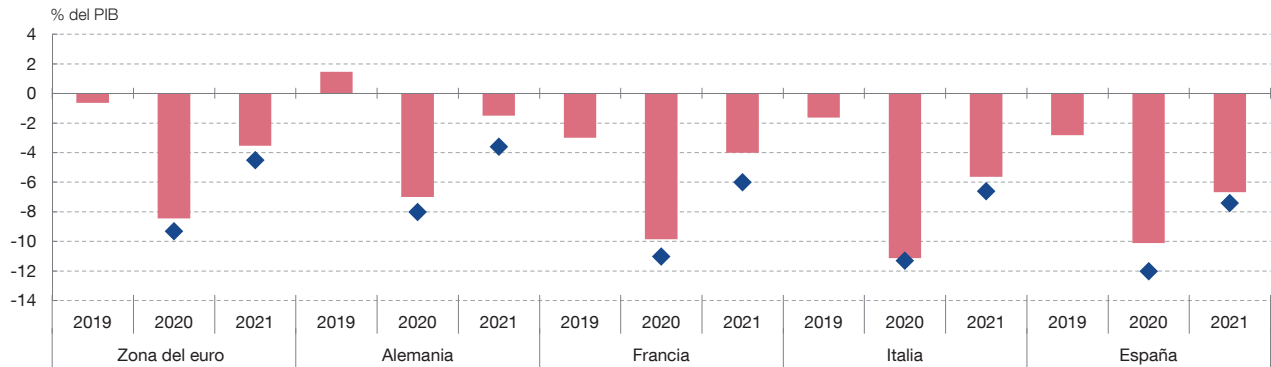


Gráfico 1

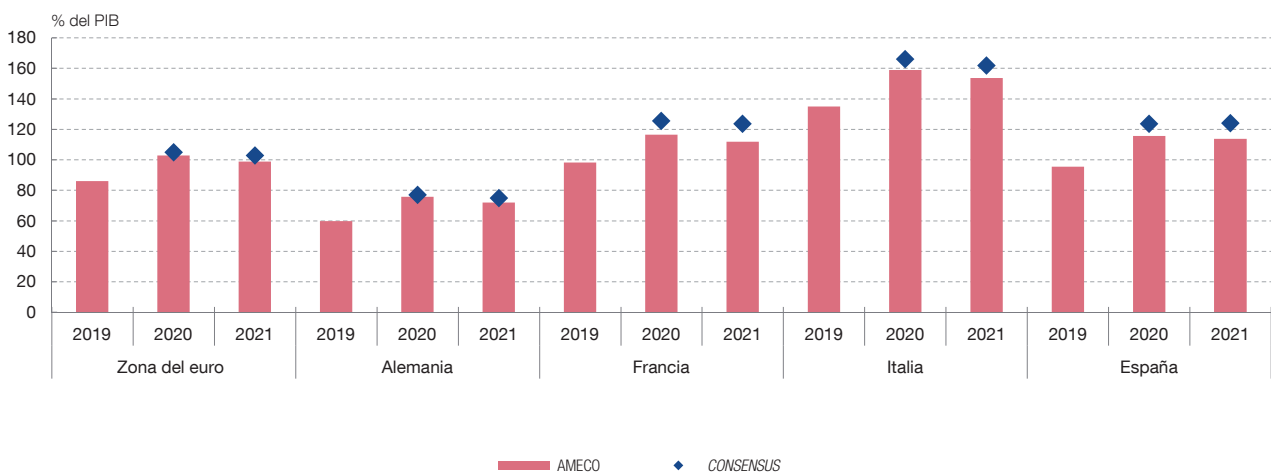
**PREVISIONES DE DÉFICIT PÚBLICO**

Las previsiones del déficit de la CE y del *Consensus Forecast* indican un empeoramiento generalizado del déficit en 2020, que tenderá a revertirse parcialmente en 2021.

1 PREVISIONES DE DÉFICIT



2 PREVISIONES DE DEUDA



FUENTES: Comisión Europea (AMECO, mayo de 2020) y *Consensus Forecast* (julio de 2020).

en 2020<sup>1</sup>, lo que supone que el déficit para el total de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se situaría en cerca de 8,5 pp del PIB para este año y en torno a 3,5 pp del PIB para el próximo año.

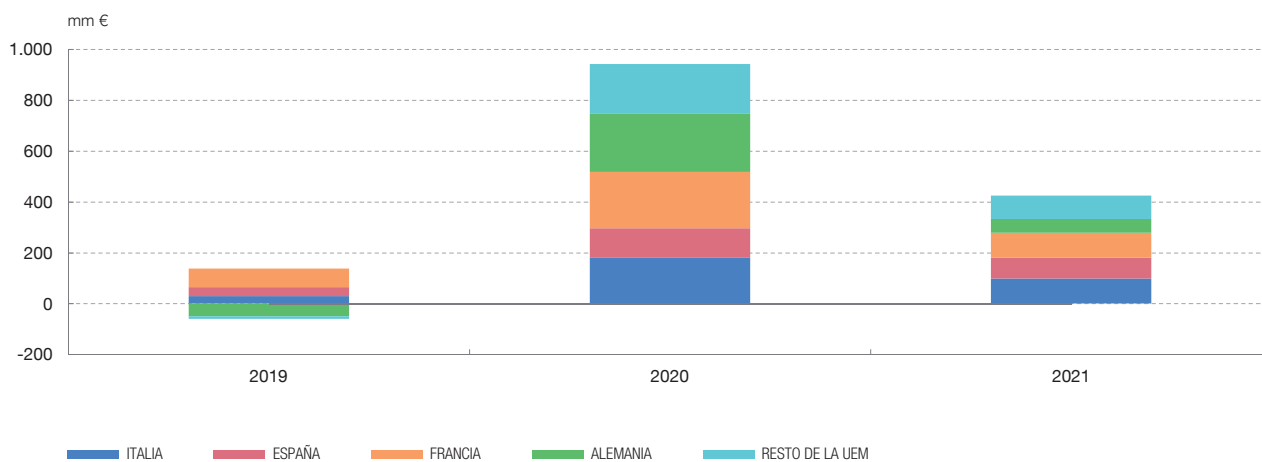
Junto con las necesidades derivadas directamente de la pandemia, los tesoros nacionales deben afrontar los vencimientos de la deuda incurrida en el pasado. Como se ha comentado anteriormente, algunos países se encontraban en una situación de déficit

1 Según las últimas previsiones de la CE, de mayo de 2020.

**NUEVAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN RELACIONADAS CON EL CORONAVIRUS**

El acusado aumento de las necesidades de financiación en 2020 se debe a la combinación de las medidas para paliar los efectos del coronavirus y al impacto de los estabilizadores automáticos ante la menor actividad económica.

## SALDO PÚBLICO



FUENTE: Comisión Europea (previsiones de mayo de 2020).

público antes de la irrupción de la crisis sanitaria, que se verá agravada por la pandemia. Adicionalmente, se debe tener en cuenta la cobertura de los vencimientos de la deuda pública, cuya estructura puede ser muy diferente entre los países, como resultado de las diferentes estrategias de emisión de los tesoros (véase gráfico 3).

Los Gobiernos europeos se financian, mayoritariamente, en los mercados, a través de la emisión de valores (véase gráfico 3). En 2019, el peso de los valores en el total de la deuda pública fue de un 80 % para el conjunto de la zona del euro, y llegó al 86 % en el caso de España y Francia<sup>2</sup>.

Los vencimientos de valores de deuda de España, Italia, Francia y Alemania que se producirán durante 2020, derivados de deuda emitida en el pasado, son significativos. Como se aprecia en el gráfico 4, las cantidades que se han de refinanciar podrían llegar a suponer hasta el 1,4 % del PIB de la UEM en algunos meses.

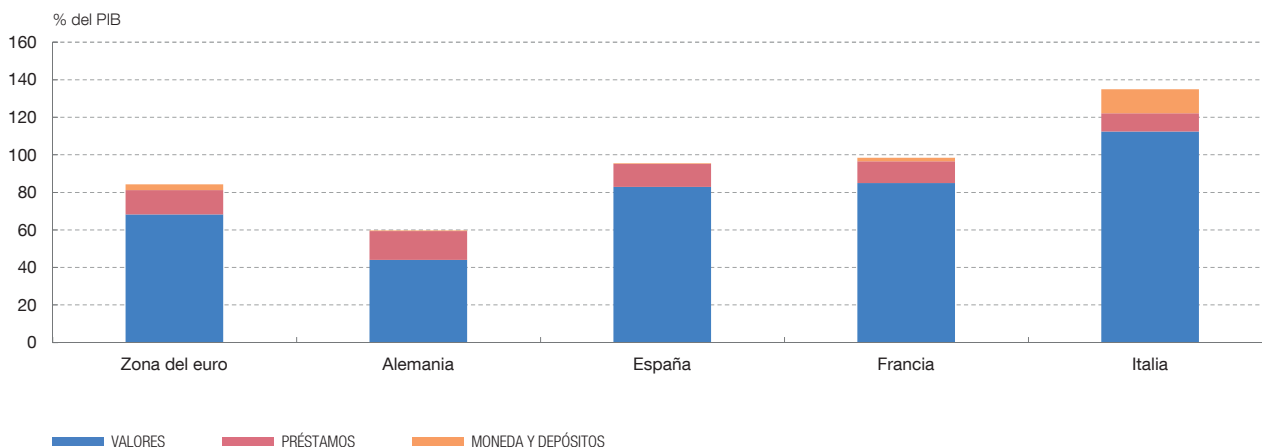
En el conjunto del año 2020, los vencimientos de la deuda ya emitida por estos cuatro países serían de en torno a 670 mm de euros en la segunda parte del año, el 5,7 %

<sup>2</sup> García-Moral *et al.* (2020) ofrecen una descripción detallada de la deuda pública española y una comparación con la zona del euro.

**ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA**

A finales de 2019, la deuda de Francia, Italia y España se situó por encima del 60 % del PIB. La deuda de los países europeos está principalmente concentrada en valores, siendo esencial la credibilidad en los mercados de los Gobiernos para refinanciar los vencimientos de deuda y las nuevas necesidades de financiación.

DEUDA PÚBLICA EN PORCENTAJE DEL PIB Y ESTRUCTURA EN 2019



FUENTE: Eurostat.

del PIB del área del euro, mientras que para el total del área del euro los vencimientos se situarían en unos 860 mm de euros (7,2 pp del PIB).

Esta situación viene acompañada de un aumento de la deuda pública con carácter global, por los efectos de la pandemia en otras regiones del mundo, así como de un incremento de las necesidades de financiación privadas. Las necesidades del sector privado se están viendo parcialmente cubiertas por el despliegue de amplios programas de avales públicos para proveer de liquidez a las empresas en el contexto de la crisis sanitaria, lo que añade un pasivo contingente que podría aumentar la necesidad de financiación del sector público en el futuro. La confluencia a escala internacional de diversos agentes que acuden a los mercados en busca de financiación podría aumentar la tensión en los mercados de emisión de deuda. Ante esta situación, es importante señalar que el Banco Central Europeo (BCE) ha actuado con contundencia para facilitar la correcta transmisión de la política monetaria y mantener unas condiciones financieras holgadas en el área del euro<sup>3</sup>.

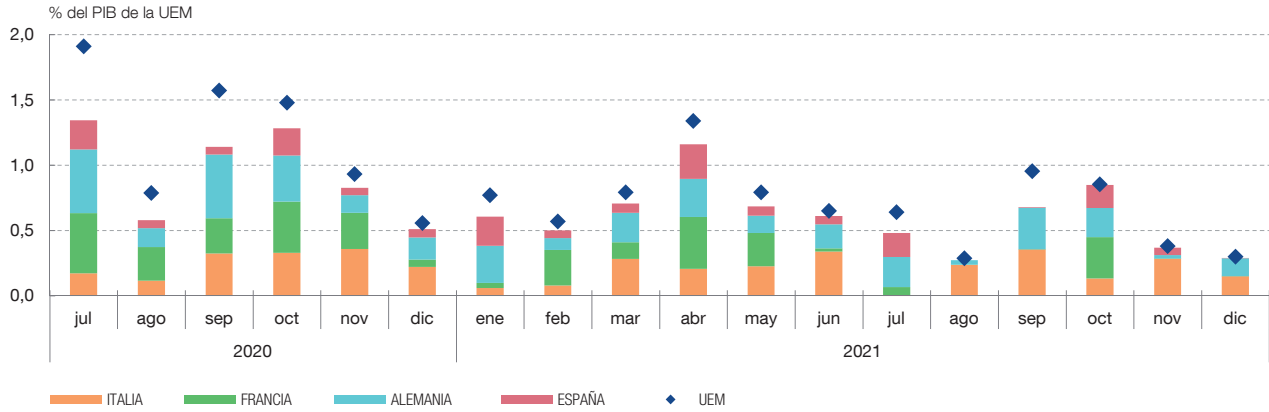
3 El Consejo de Gobierno del BCE ha aumentado la capacidad de compra de activos en el mercado secundario, primero mediante su programa regular, con un incremento de 120 mm de euros durante 2020, y más tarde mediante un programa específico, el programa de compras para paliar los efectos de la crisis del coronavirus (PEPP, por sus siglas en inglés). El PEPP tiene un volumen de 1.350 mm de euros. Para el reparto de las compras de deuda pública entre las distintas jurisdicciones, la referencia continuará siendo la participación de los distintos bancos centrales nacionales en el capital del BCE, si bien se adoptará una aproximación flexible, que permita desviaciones temporales con respecto a esa directriz. Además, a efectos de este programa específico, se contempla un levantamiento de las condiciones de inelegibilidad de la deuda soberana griega, de modo que estos activos podrán ser adquiridos por el Eurosistema en el contexto del PEPP.

Gráfico 4

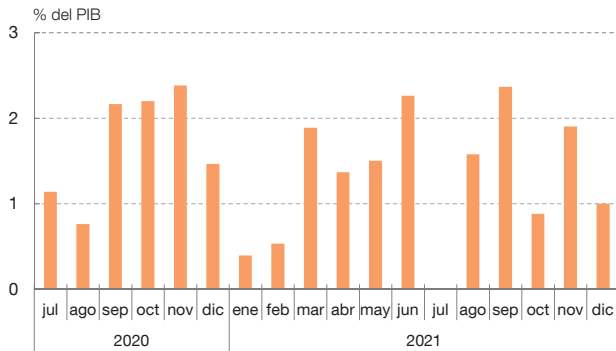
**VENCIMIENTOS DE VALORES DE DEUDA PÚBLICA**

En los próximos meses se concentra una cantidad elevada de vencimientos de los principales países europeos, siendo el acumulado de la segunda parte de 2020 para la zona del euro superior a 7 pp del PIB.

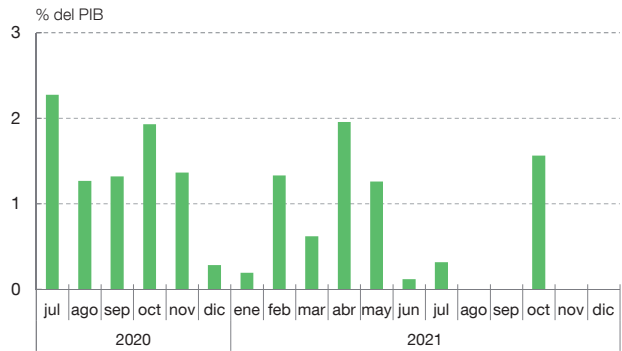
1 VENCIMIENTOS DE VALORES DE DEUDA PÚBLICA DE PAÍSES EUROPEOS



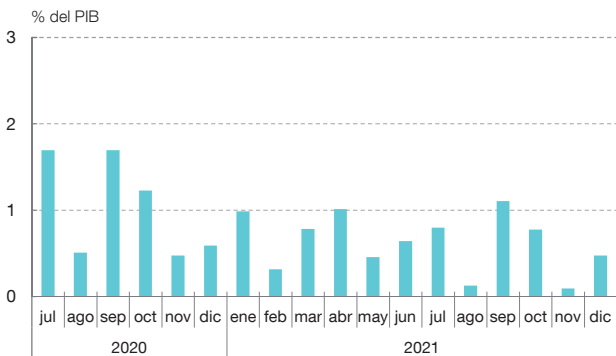
2 ITALIA



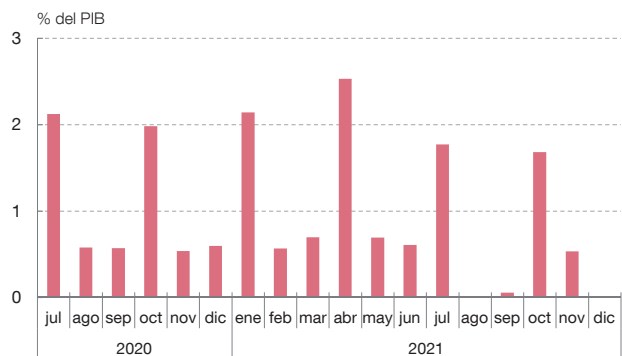
3 FRANCIA



4 ALEMANIA



5 ESPAÑA



FUENTES: Banco de España y base de datos CSDB (fecha de cierre: junio de 2020) (a).

a. Los datos de la CSDB pueden estar sujetos a revisión.

## 2 Mecanismos de financiación supranacional de los Gobiernos

La respuesta europea a esta situación se ha materializado en la creación de una serie de mecanismos y programas para facilitar la financiación de los tesoros nacionales. Por un lado, en el caso del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)<sup>4</sup>, se ha aprobado una línea de crédito preventiva (*Pandemic Crisis Support*), a disposición de los países de la zona del euro hasta diciembre de 2022, basada en una línea ya existente, la *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL). A diferencia de programas de financiación anteriores, asociados a la existencia de desequilibrios en las economías y que, por tanto, llevaban aparejada una condicionalidad macroeconómica y financiera, esta línea de crédito tiene como única condicionalidad asociada que se destine a financiar gastos directos e indirectos relacionados con la pandemia. Su importe podría ascender, como máximo, al 2 % del PIB de cada país, con un plazo de devolución máximo de diez años, y contaría con un volumen total de recursos de 240 mm de euros. Esta fuente de financiación estaría disponible a un tipo de interés que reflejaría el coste de financiación del MEDE, con un margen adicional de 10 puntos básicos (pb), y una comisión anual de 0,5 pb más una comisión única de apertura de 25 pb<sup>5</sup>. El coste de financiación del MEDE es, en muchos casos, inferior al vigente para los países del área del euro en los mismos plazos de emisión (véase gráfico 5).

Además, en el ámbito de la Unión Europea (UE) se ha aprobado un mecanismo de reaseguro de los gastos ligados a los mecanismos de empleo parcial y temporal (SURE, por sus siglas en inglés) que podría realizar préstamos a los países miembros por un total de 100 mm de euros para el conjunto de la UE. La exposición a los tres países con mayor acceso al SURE no podría superar el 60 % del total. De la misma forma que en el caso del MEDE, las peticiones de acceso a estos préstamos por parte de los países dependerán de las condiciones ligadas a estos, en la medida en que sean más favorables que el acceso a los mercados. En conjunto, por tanto, esta acción supranacional (SURE y MEDE) podría proporcionar recursos financieros a los Estados miembros (EEMM) por alrededor de 340 mm de euros. Además, en todo caso, descontando la nueva línea precautoria, el MEDE aún dispondría de una capacidad de préstamo adicional de unos 170 mm de euros<sup>6</sup>.

Asimismo, en el contexto de las negociaciones y del acuerdo del Marco Financiero Plurianual (MFP) 2021-2027, el Consejo Europeo ha dado el visto bueno a un presupuesto europeo suplementario y temporal, denominado *Next Generation EU*, constituido como

4 El MEDE es la institución europea creada en 2012 por los EEMM de la UEM como sucesora del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), para apoyar a los países que se encuentren en situaciones de estrés financiero. El MEDE emite deuda en los mercados para financiar las líneas de crédito concedidas a los países que las soliciten. Cuenta con un capital suscrito cercano a 700 mm de euros, de los que 80 mm de euros se refieren a capital ya desembolsado, que actúa de garantía frente a sus emisiones de deuda, y una capacidad de préstamo de 500 mm de euros en fondos prestables.

5 Como comparación, la ECCL tiene un coste marginal de 35 pb sobre el coste de financiación del MEDE, más una comisión anual de 0,5 pb y una de apertura de 50 pb.

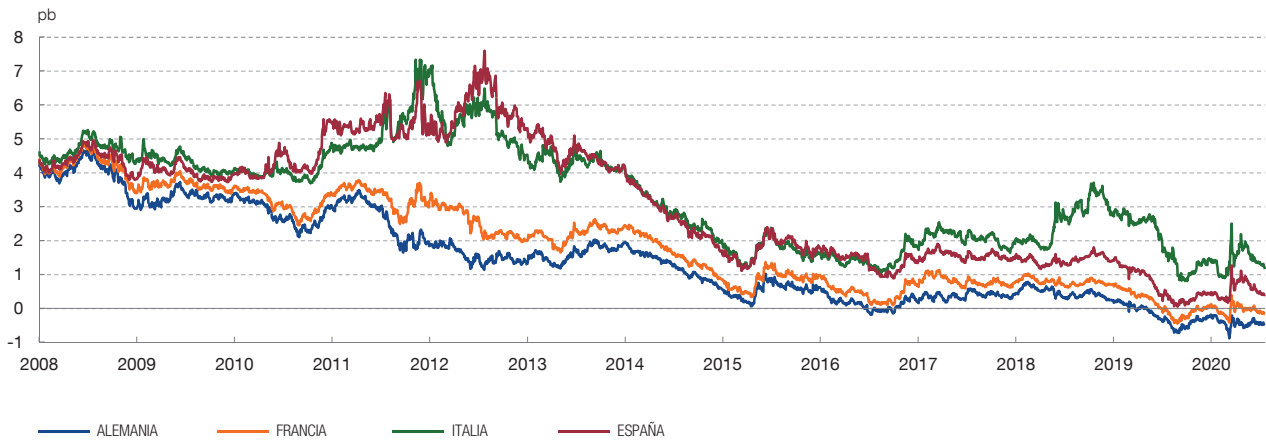
6 Otro elemento fundamental de la respuesta supranacional de la UE a la crisis sanitaria ha sido la aprobación de un programa de garantías del Banco Europeo de Inversiones (BEI) que pretende movilizar 200 mm de euros para financiar liquidez e inversiones de empresas privadas. El programa contará con el respaldo de los países de la UE, que aportarán garantías por un importe de 25 mm de euros.

Gráfico 5

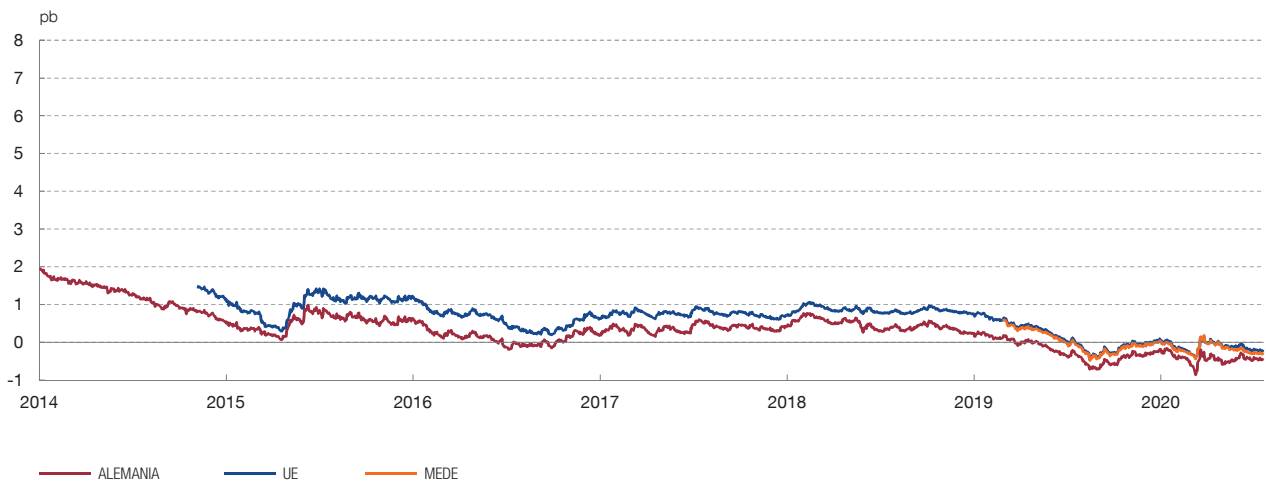
### RENDIMIENTO DE LOS BONOS A DIEZ AÑOS

Históricamente, los rendimientos del bono alemán han estado por debajo de los de otros grandes países europeos. En los últimos años, organismos supranacionales han tenido una mayor presencia en los mercados, siendo su rentabilidad superior al bono alemán, pero inferior a la de otros países, como Italia y España.

#### 1 PAÍSES EUROPEOS



#### 2 ALEMANIA Y EMISORES SUPRANACIONALES



FUENTE: Bloomberg.

un fondo de recuperación tras la pandemia (acuerdo de 21 de julio de 2020). Este fondo, dotado con 750 mm de euros, se financiará con la emisión de deuda supranacional por la CE, y se destinará a conceder transferencias, préstamos y garantías a los EEMM a través de los diversos programas europeos que forman parte del MFP, así como directamente a los EEMM. Estas cantidades ayudarían a financiar nuevas inversiones centradas en la recuperación de la economía europea, lo que aliviaría en parte las necesidades de financiación de los países en el futuro, y estarían vinculadas al marco de gobernanza establecido en el Semestre Europeo. La deuda se emitirá a largo plazo (con vencimiento entre 2028 y 2058) y con el respaldo de un aumento de los recursos propios de la UE.

### 3 Los activos seguros y la deuda supranacional

Todas las actuaciones a escala europea descritas anteriormente deben ser financiadas con la emisión de títulos de deuda supranacional —por parte de la CE, del MEDE y del BEI— en los mercados financieros. Estos títulos están garantizados por compromisos voluntarios de los EEMM al presupuesto comunitario (SURE), por disposiciones regulatorias vinculadas a la generación de recursos propios en el MFP (*Next Generation EU*), o bien por obligaciones legales y compromisos de desembolso de capital con las instituciones emisoras de estos títulos (MEDE y BEI). Se trataría, por tanto, de deuda mutualizada, en la medida en que está respaldada por un conjunto de Estados en proporción a su participación (sea a través de capital, de garantías o del presupuesto europeo) y que constituiría una oferta de activos seguros comunes en la UE.

Actualmente, a escala europea, el conjunto de emisores supranacionales está limitado a un número reducido de instituciones. Según el esquema institucional de la UE, los principales emisores de deuda mutualizada se limitan a la CE (actuando en nombre de la UE)<sup>7</sup>, el MEDE (junto con su precursor, el FEEF) y el BEI (véase cuadro 1). En los dos primeros casos, las emisiones se han destinado, principalmente, a financiar los programas de apoyo a países europeos tras la crisis iniciada en 2008. En el caso del BEI, estas emisiones van destinadas en muchos casos a financiar los programas y las estrategias ligados a las prioridades políticas de la UE, como el cambio climático, retos tecnológicos o inversiones en infraestructuras.

Cuadro 1

#### CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA VIVA PANEUROPEA (ACTIVO SEGURO) (a)

##### Principales emisores

Emisor	Importe total (millones de euros)	Importe total (% del PIB UE-27)	Plazo medio actual (años)	Rating (b)	Estatus crediticio	Estructura de capital (garantías)
BEI	469.200	3,4	5,7	AAA/Aaa/AAA	Acreeedor preferente	243 mm de euros de capital
MEDE	90.900	0,7	7,9	AAA/Aa1/-	Acreeedor preferente, tras el FMI	705 mm de euros de capital suscrito
FEEF	217.400	1,6	8,4	AA/Aa1/AA	<i>Pari passu</i>	Respaldado por garantías de los países miembros
UE (MEEF, BOP, MFA)	51.300	0,4	8,0	AAA/Aaa/AA	Acreeedor preferente <i>de facto</i>	Respaldado por garantías de los países miembros

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Como activo seguro solo se consideran las emisiones de deuda a largo plazo.

b Fitch/Moody's/S&P.

7 La CE también realiza emisiones en nombre de los miembros de la Comunidad Europea para la Energía Atómica (Euratom).

Por su parte, la CE opera varios programas de préstamos en nombre de la UE. Hasta ahora, la CE únicamente se endeudaba en el contexto de programas de préstamos a países (un tipo de financiación denominada *back-to-back*), mediante emisiones de deuda mutualizada, es decir, garantizada por los EEMM. Entre estos programas se encuentran el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), el Programa de Balanza de Pagos (BOP, por sus siglas en inglés), para países de la UE no pertenecientes a la UEM, y el Programa de Asistencia Macrofinanciera (MFA, por sus siglas en inglés), para países extracomunitarios que se benefician de un programa del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>8</sup>. En el contexto actual, y ante la situación excepcional derivada de la pandemia, las instituciones europeas han aprobado la emisión de deuda supranacional a largo plazo, por primera vez no vinculada a programas de préstamos *back-to-back*. Esta deuda está garantizada, en el caso del SURE, por garantías emitidas por los EEMM, mientras que, en el caso del *Next Generation EU*, se garantiza mediante un aumento de los recursos propios del presupuesto de la UE, como se ha mencionado anteriormente.

En total, el conjunto de deuda viva supranacional de la UE (activos seguros paneuropeos) alcanza en la actualidad un importe cercano a 830 mm de euros, más del 6 % del PIB de la UE (véase gráfico 6). El BEI es actualmente el mayor emisor supranacional de la UE, con un volumen de deuda viva cercano a 460 mm de euros. La deuda viva emitida por la UE asciende a un importe cercano a los 51 mm de euros, principalmente, en el marco del MEEF (46 mm de euros) y, en menor medida, del BOP (200 millones de euros) y del MFA (4,7 mm de euros). En cuanto al MEDE, mantiene un volumen de deuda viva de 91 mm de euros. Por su parte, el FEEF, que tras el surgimiento del MEDE no puede realizar nuevos préstamos, mantiene una deuda viva derivada de su intervención durante la pasada crisis financiera cercana a 217 mm de euros.

Todas estas instituciones cuentan con el respaldo de los países comunitarios, bien en forma de obligaciones legales y garantías irrevocables, bien en forma de compromisos para desembolsar los capitales suscritos, además de contar con estatus de acreedor preferente en la mayoría de los casos (excepto en el del FEEF). Esta circunstancia les dota de máximas calificaciones crediticias por parte de todas las agencias de *rating*, circunstancia que es compartida por la mayoría de las organizaciones multilaterales<sup>9</sup>.

En consecuencia, las instituciones europeas se están financiando en el mercado a tipos cercanos a cero, e incluso negativos, al menos en sus instrumentos financieros con plazos a 15 años o menores, con un nivel de *spread* mínimo sobre la curva de bonos de Alemania (véase gráfico 5).

<sup>8</sup> El MEEF se creó en 2010 y actualmente sigue activo para gestionar las emisiones vivas ligadas a los programas de Irlanda y Portugal; además, las emisiones con vencimiento hasta 2026 pueden ser extendidas hasta un período medio ponderado de vencimiento de 19,5 años. El BOP es un programa de hasta 50 mm de euros para apoyar problemas de balanza de pagos de países no euro. Finalmente, el MFA es un programa de ayuda a países extracomunitarios que se acogen a un programa del FMI.

<sup>9</sup> Moody's, por ejemplo, dota de su mayor calificación crediticia (Aaa) a la UE y al BEI, y con su segunda mejor calificación (Aa1) al MEDE y al FEEF.

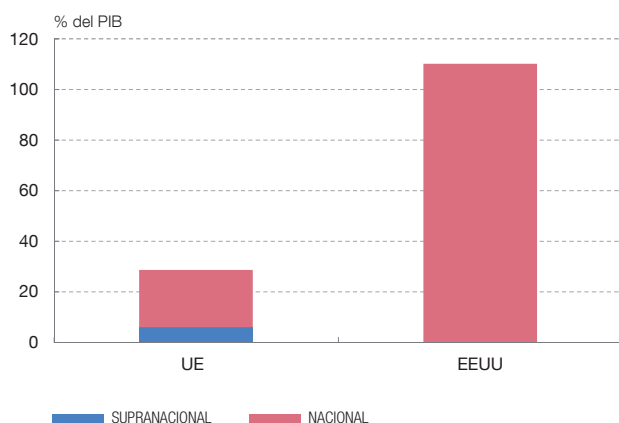


Gráfico 6

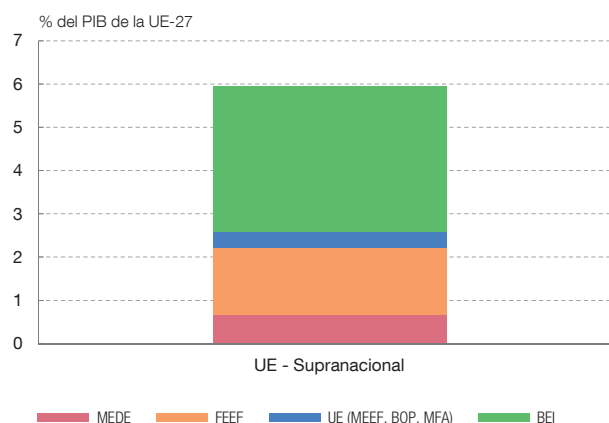
### ACTIVOS DE MÁXIMA CALIDAD CREDITICIA (a)

La cuantía de los *stocks* de valores estadounidenses de máxima calidad crediticia en porcentaje del PIB es más de 3,5 veces superior a la de los países europeos. En los últimos años, los valores de organismos supranacionales europeos han aumentado su cuantía, situándose cerca del 6 % del PIB de la UE.

1 STOCK DE ACTIVOS SEGUROS EN PORCENTAJE DEL PIB (2019)



2 STOCK DE ACTIVOS SEGUROS PANEUROPEOS (2019)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y estadísticas nacionales.

a Deuda pública a largo plazo. Calificación crediticia AAA/AA+ según S&P. Nacional de la UE incluye Alemania, Austria, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia.

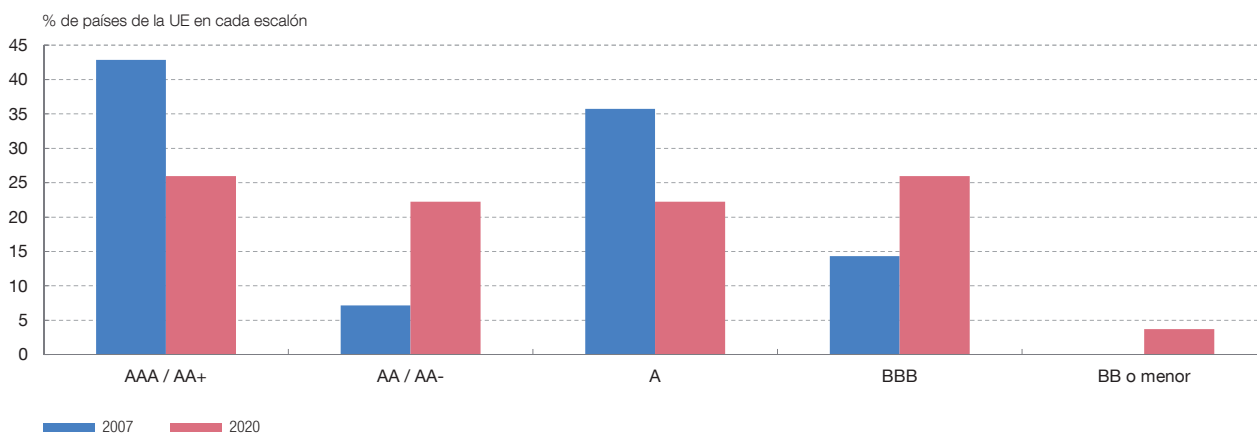
A escala global, sin embargo, la oferta de activos seguros está restringida por el porcentaje de Estados nacionales europeos con un *rating* similar al de los emisores supranacionales. En la actualidad, este porcentaje se sitúa en el 25 %, mientras que en 2007 el número de países europeos con máxima calificación crediticia abarcaba el 43 % del total de la deuda de la UE (véase gráfico 7). Por lo tanto, el volumen de activos seguros soberanos sobre el volumen total de deuda del área del euro se ha reducido, representando una fracción menor de ese total. Por ello, la intervención de las institucionales supranacionales de la UE en la lucha contra la pandemia permitiría financiar las medidas necesarias con emisiones conjuntas en condiciones más favorables que las emisiones nacionales, en términos de costes financieros, aumentando también la proporción de activos seguros denominados en euros.

En conjunto, si se utilizasen completamente los programas europeos dispuestos al efecto, la deuda supranacional podría aumentar en el próximo lustro en unos 1.300 mm de euros, lo que supondría doblar la deuda de los organismos europeos en circulación (100 mm del SURE, 240 mm del MEDE, 200 mm del BEI y 750 mm del *Next Generation EU*)<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> En el caso del BEI, se asume que el total de los fondos movilizados por la garantía de 25 mm de euros se obtiene mediante la emisión de deuda del BEI. En general, este supuesto está alineado con las emisiones resultantes en otros programas de financiación del BEI, así como del Fondo Europeo de Inversiones, y con la proporción entre la deuda bruta del BEI y sus fondos propios.

**EVOLUCIÓN DEL RATING SOBERANO EN LA UE**

La calidad crediticia de los países de la UE ha empeorado entre 2007 y 2020. Antes de la crisis financiera, más del 40 % de los países se situaban en el tramo de mayor calidad crediticia; hoy solo el 25 % se encuentran en dicho tramo.



FUENTE: Elaboración propia basada en S&P.

Esta evolución tendría efectos beneficiosos más allá de la cobertura de las necesidades de financiación. Por una parte, esta deuda podría ser adquirida en los programas de compras del BCE, en condiciones más ventajosas que las de la deuda nacional, para la que se aplican límites más estrictos en el volumen de deuda que puede estar en el balance del BCE. Junto con esto, y más allá de la necesidad puntual en la actual crisis de contar con activos seguros europeos que impliquen una mutualización de los riesgos comunes, este debate tiene implicaciones más profundas y duraderas<sup>11</sup>. Entre las razones más estructurales para contar con un activo seguro a escala europea destacan las que se mencionan a continuación<sup>12</sup>. Primero, implicaría un fuerte impulso a la confianza en la construcción del proyecto de la unión monetaria. La emisión a gran escala de deuda europea con el objetivo de financiar el presupuesto comunitario supone un avance sin precedentes en términos de integración fiscal. La existencia de una deuda europea de suficiente tamaño y liquidez contribuye a profundizar la integración financiera y a facilitar la unión del mercado de capitales. Es decir, el activo seguro refuerza los mecanismos de compartición de riesgos, lo que permite reducir el impacto de *shocks* idiosincrásicos y promueve la estabilidad económica en toda la zona del euro. Ello provocaría, además, un impulso al papel del euro como moneda de reserva internacional. En efecto, más de la mitad de la deuda supranacional actual se encuentra en manos de inversores de fuera del área del euro, 7 pp más que en el caso de la deuda soberana nacional (véase cuadro 2). Adicionalmente, una oferta suficiente de activos seguros

<sup>11</sup> Véase Banco de España (2020).

<sup>12</sup> Véanse, entre otros, Brunnermeier *et al.* (2017), Farhi y Werning (2017), Hernández de Cos (2019) y Ilzetzki *et al.* (2020).

## Cuadro 2

## TENEDORES DE DEUDA SOBERANA Y SUPRANACIONAL EUROPEA

Tenedor (a)	Emisor					
	FEEF	BEI	MEDE	Valores de la UE (b)	Deuda soberana	Promedio ponderado (c)
Inversores del área del euro	39,8	25,2	33,0	44,7	51,7	49,5
Bancos	17,0	8,3	16,5	14,9	14,4	14,1
Fondos de pensiones y seguros	12,5	8,8	8,2	17,9	20,7	19,6
Fondos de inversión	8,9	4,2	6,3	8,1	9,6	9,2
Otros	1,4	3,9	2,0	3,8	7,0	6,6
Inversores del resto del mundo	60,2	74,8	67,0	55,3	48,3	50,5

FUENTE: Banco Central Europeo.

a Excluidas las tenencias del Eurosistema.

b Emisiones de la UE. Incluye las emisiones del Euratom y del MEEF.

c Media aritmética ponderada calculada sobre las distintas categorías: FEEF, BEI, MEDE, UE y deuda soberana.

contribuye a la estabilidad financiera y reduce las presiones sobre los tipos de interés, sobre todo en momentos de crisis, cuando la demanda de este tipo de activos crece exponencialmente. Además, la existencia de un activo seguro europeo permitiría mitigar el problema del *link* banco-soberano, por el que crisis bancarias o soberanas acaban retroalimentándose (*doom-loop*), permitiendo una diversificación adecuada de las carteras sin necesidad de introducir elementos regulatorios distorsionantes<sup>13</sup>. En este sentido, en el cuadro 2 puede observarse que los bancos del área del euro registran tenencias de bonos supranacionales en un porcentaje similar o superior al registrado en el caso de la deuda soberana de los EEMM. Finalmente, la introducción de un activo seguro tendría beneficios para la conducción de la política monetaria común, permitiendo un mejor manejo de las expectativas y una mayor efectividad en la transmisión de la política monetaria.

<sup>13</sup> Véanse, por ejemplo, Codogno y Van den Noord (2019) o Brunnermeier *et al.* (2016).

## Bibliografía

- Banco de España (2020). *Informe Anual 2019*.
- Brunnermeier, M. K., L. Garicano, P. R. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, D. Thesmar, S. van Nieuwerburgh y D. Vayanos. (2016). «The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies», *American Economic Review*, 106(5), pp. 508-512.
- Brunnermeier, M. K., S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. van Nieuwerburgh y D. Vayanos (2017). «ESBies: Safety in the tranches», *Economic Policy*, 32(90), pp. 175-219.
- Codogno, L., y P. van den Noord (2019). *The rationale for a safe asset and fiscal capacity for the Eurozone*, LEQS Paper, n.º 144.
- Farhi, E., y I. Werning (2017). «Fiscal unions», *American Economic Review*, 107(12), pp. 3788-3834.
- García-Moral, B., V. González-Díez y M. I. Laporta-Corbera (2020). «La evolución de la deuda pública en España en 2019», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2019). «Veinte años de la UEM: de la divergencia a la resiliencia», discurso de apertura en la Tercera Conferencia de Investigación del Banco de España.
- Ilzetzki, E., C. M. Reinhart y K. S. Rogoff (2020). «Why Is the Euro Punching Below Its Weight?», *Economic Policy*, de próxima publicación.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1801 ANA ARENCIBIA PAREJA, ANA GÓMEZ LOSCOS, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components.
- 1802 MIGUEL ALMUNIA, DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Evaluating the macro-representativeness of a firm-level database: an application for the Spanish economy.
- 1803 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos del desapalancamiento público. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1804 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, CARLOS GENTO y ISMAEL MORENO: The spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2014 wave.
- 1805 ENRIQUE MORAL-BENITO: The microeconomic origins of the Spanish boom.
- 1806 BRINDUSA ANGHIEL, HENRIQUE BASSO, OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, LAURA HOSPIDO, MARIO IZQUIERDO, IVAN A. KATARYNIUK, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO y ELENA VOZMEDIANO: La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1807 MAR DELGADO-TÉLLEZ y JAVIER J. PÉREZ: Institutional and economic determinants of regional public debt in Spain.
- 1808 CHENXU FU y ENRIQUE MORAL-BENITO: The evolution of Spanish total factor productivity since the Global Financial Crisis.
- 1809 CONCHA ARTOLA, ALEJANDRO FIORITO, MARÍA GIL, JAVIER J. PÉREZ, ALBERTO URTASUN y DIEGO VILA: Monitoring the Spanish economy from a regional perspective: main elements of analysis.
- 1810 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y CRISTINA GARCÍA CIRIA: Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea.
- 1811 JORGE MARTÍNEZ: Previsión de la carga de intereses de las Administraciones Públicas.
- 1901 CARLOS CONESA: Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema? (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1902 AITOR LACUESTA, MARIO IZQUIERDO y SERGIO PUENTE: Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder el empleo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1903 EDUARDO GUTIÉRREZ CHACÓN y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: Exporting Spanish firms. Stylized facts and trends.
- 1904 MARÍA GIL, DANILO LEIVA-LEON, JAVIER J. PÉREZ y ALBERTO URTASUN: An application of dynamic factor models to nowcast regional economic activity in Spain.
- 1905 JUAN LUIS VEGA (COORDINADOR): *Brexit*: balance de situación y perspectivas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1906 JORGE E. GALÁN: Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited.
- 1907 VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: El proceso de cambio estructural de la economía española desde una perspectiva histórica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1908 PANA ALVES, DANIEL DEJUÁN y LAURENT MAURIN: Can survey-based information help assess investment gaps in the EU?
- 1909 OLYMPIA BOVER, LAURA HOSPIDO and ERNESTO VILLANUEVA: The Survey of Financial Competences (ECF): description and methods of the 2016 wave.
- 1910 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ: El índice de precios de consumo: usos y posibles vías de mejora.
- 1911 ANTOINE BERTHOU, ÁNGEL ESTRADA, SOPHIE HAINCOURT, ALEXANDER KADOW, MORITZ A. ROTH y MARIE-ELISABETH DE LA SERVE: Assessing the macroeconomic impact of Brexit through trade and migration channels.
- 1912 RODOLFO CAMPOS y JACOPO TIMINI: An estimation of the effects of Brexit on trade and migration.
- 1913 DUNCAN VAN LIMBERGEN, MARCO HOEBERICHTS, ANA DE ALMEIDA y TERESA SASTRE: A tentative exploration of the effects of Brexit on foreign direct investment vis-à-vis the United Kingdom.
- 1914 MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS: Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa.
- 1915 MARIO ALLOZA y PABLO BURRIEL: La mejora de la situación de las finanzas públicas de las Corporaciones Locales en la última década.
- 1916 ANDRÉS ALONSO y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Financial innovation for a sustainable economy. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2001 ÁNGEL ESTRADA, LUIS GUIROLA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: The use of BVARs in the analysis of emerging economies.

- 2002 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2003 OMAR RACHEDI: Structural transformation in the Spanish economy.
- 2004 MIGUEL GARCÍA-POSADA, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Determinants of investment in tangible and intangible fixed assets.
- 2005 JUAN AYUSO y CARLOS CONESA: Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC).
- 2006 PILAR CUADRADO, ENRIQUE MORAL-BENITO and IRUNE SOLERA: A sectoral anatomy of the spanish productivity puzzle.
- 2007 SONSOLES GALLEGO, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y XAVIER SERRA: La efectividad de los programas del FMI en la última década.
- 2008 RUBÉN ORTUÑO, JOSÉ M. SÁNCHEZ, DIEGO ÁLVAREZ, MIGUEL LÓPEZ y FERNANDO LEÓN: Neurometrics applied to banknote and security features design.
- 2009 PABLO BURRIEL, PANAGIOTIS CHRONIS, MAXIMILIAN FREIER, SEBASTIAN HAUPMEIER, LUKAS REISS, DAN STEGARESCU y STEFAN VAN PARYS: A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems.
- 2010 MIGUEL ÁNGEL LÓPEZ y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: El sistema de tasación hipotecaria en España. Una comparación internacional.
- 2011 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: La economía española en 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2012 MARIO ALLOZA, MARIEN FERDINANDUSSE, PASCAL JACQUINOT y KATJA SCHMIDT: Fiscal expenditure spillovers in the euro area: an empirical and model-based assessment.
- 2013 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2014 ÓSCAR ARCE, IVÁN KATARYNIUK, PALOMA MARÍN y JAVIER J. PÉREZ: Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2015 MIGUEL OTERO IGLESIAS y ELENA VIDAL MUÑOZ: Las estrategias de internacionalización de las empresas chinas.
- 2016 EVA ORTEGA y CHIARA OSBAT: Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries.
- 2017 ALICIA DE QUINTO, LAURA HOSPIDO y CARLOS SANZ: The child penalty in Spain.
- 2018 LUIS J. ÁLVAREZ y MÓNICA CORREA-LÓPEZ: Inflation expectations in euro area Phillips curves.
- 2019 LUCÍA CUADRO-SÁEZ, FERNANDO S. LÓPEZ-VICENTE, SUSANA PÁRRAGA RODRÍGUEZ y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2020 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2021 MAR DELGADO-TÉLLEZ, IVÁN KATARYNIUK, FERNANDO LÓPEZ-VICENTE y JAVIER J. PÉREZ: Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea. (Existe una versión en inglés con el mismo número).