

NEXT GENERATION EU: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS E IMPACTO DE SU ANUNCIO SOBRE LAS CONDICIONES FINANCIERAS

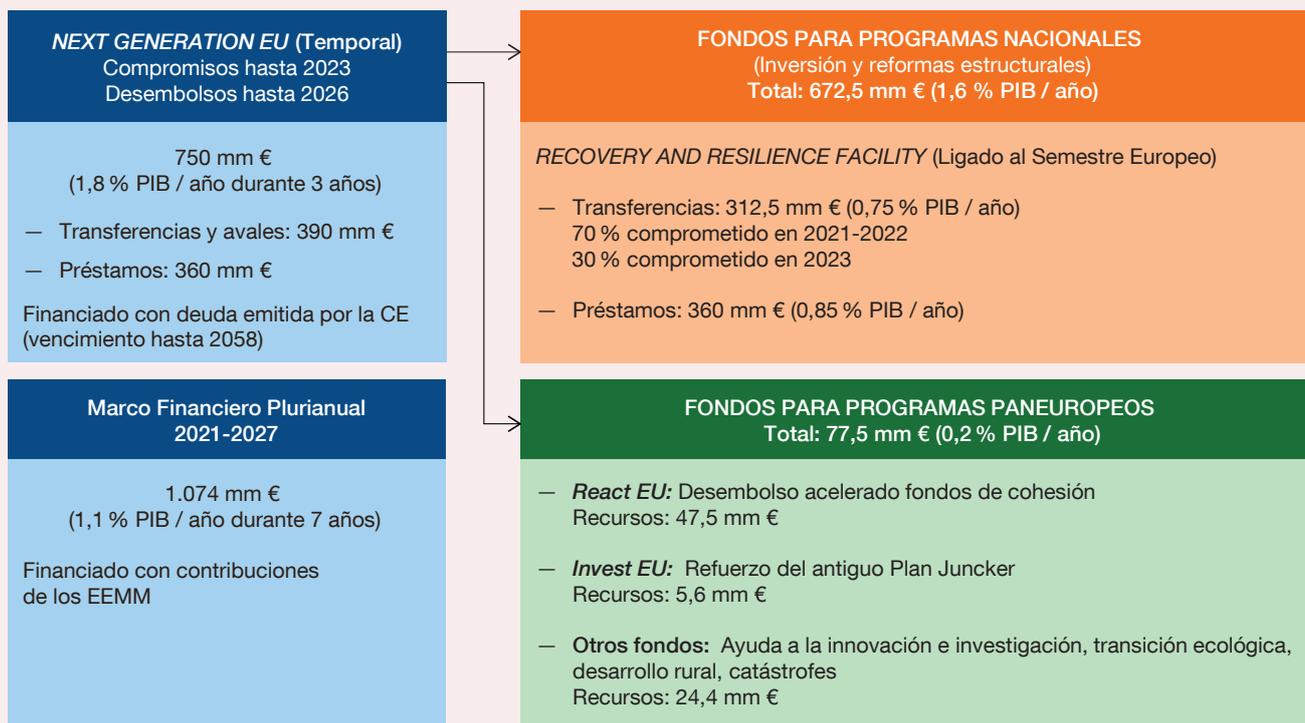
Este recuadro fue publicado anticipadamente el 3 de septiembre

En su reunión celebrada entre los días 17 y 21 del pasado mes de julio, el Consejo Europeo acordó la creación de un fondo de recuperación de carácter temporal, denominado *Next Generation EU*, adicional al presupuesto plurianual de la Unión Europea (UE) para 2021-2027. En contraposición con el presupuesto plurianual, que se financia mediante aportaciones de los Estados miembros (EEMM) y algunos impuestos comunes, el nuevo fondo se financiará mediante la emisión de deuda en los mercados de capitales por parte de la Comisión Europea (CE). El importe máximo emisible ascenderá a 750 mm de euros, entre los años 2021 y 2026. Los recursos se destinarán a hacer frente a las consecuencias de la crisis del Covid-19 y a acelerar la transición digital y ecológica de la economía europea (véase esquema 1). Está previsto que el fondo otorgue transferencias directas a los EEMM (un 42 % del total), financie programas paneuropeos (alrededor de un 10 % del

total) y, en caso de ser necesario, conceda préstamos bilaterales a los países (el 48 % restante). La deuda emitida por la CE en el marco de este fondo se repagará a partir de 2028 y hasta 2058, contemplándose, a tal efecto, la posibilidad de dotar a la Comisión de nuevos recursos propios (en particular, mediante figuras impositivas en los ámbitos digital y medioambiental).

Para acceder a estos recursos, los EEMM deberán diseñar unos «planes de recuperación y resiliencia», que serán evaluados por la CE. Estos planes tendrán que ser acordes con las recomendaciones específicas que la CE elabora para cada país en el contexto del Semestre Europeo¹. Además, las inversiones incluidas en estos planes deberán seguir los criterios generales del presupuesto de la UE, y destinar, en agregado, un 30 % de los fondos a proyectos que aumenten la sostenibilidad medioambiental.

Esquema 1
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL PLAN DE RECUPERACIÓN DE LA UE



FUENTES: Consejo Europeo y elaboración propia.

1 Véase P. García-Perea, A. Millaruelo, V. Mora-Bajén y M. Sánchez Carretero (2020), «El semestre europeo 2020 y las recomendaciones específicas para España», Notas Económicas, 3/2020, Banco de España.

NEXT GENERATION EU: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS E IMPACTO DE SU ANUNCIO SOBRE LAS CONDICIONES FINANCIERAS (cont.)

De acuerdo con el borrador disponible del acuerdo, los compromisos legales de gasto de los proyectos incluidos en el *Next Generation EU* se contraerán, a más tardar, el 31 de diciembre de 2023, y los pagos correspondientes tendrán que ser efectivos antes de finales de 2026². Más en concreto, el 70% de las transferencias directas a los EEMM deberán comprometerse en 2021-2022, con una clave de reparto entre países que depende de la tasa de paro registrada entre 2015 y 2019, la población y la renta per cápita. El 30% restante deberá comprometerse antes de finales de 2023, y la clave de reparto se modificará para incorporar de manera más directa el impacto heterogéneo de la crisis sanitaria. Así, la tasa de paro se sustituirá por una variable que ponderará, a partes iguales, la caída del PIB en 2020 y la caída acumulada del PIB en 2020-2021.

Este instrumento, que expande la deuda supranacional e instituye un elemento de compartición de riesgos en el ámbito fiscal, supone un paso muy importante en la integración europea. De acuerdo con la experiencia histórica disponible, los pasos en la profundización institucional tanto de la UE como de la Unión Económica

y Monetaria (UEM) suelen traer asociados efectos positivos sobre los mercados financieros y, en particular, sobre las primas de riesgo soberano³, que suelen reducirse en la medida en que estos acuerdos se perciben como una garantía de continuidad y profundización del proyecto europeo. Además, en el largo plazo, un mercado de deuda supranacional más profundo podría impulsar una mayor integración bancaria y de los mercados de capitales a nivel europeo, al existir una referencia segura común para todos los países.

Para cuantificar el impacto que los diversos anuncios ligados al nuevo fondo de recuperación habrían tenido sobre los mercados financieros de la UEM, se presenta, a continuación, un ejercicio basado en el «análisis de eventos», centrado en los mercados bursátiles y de deuda soberana. Esta metodología consiste en calcular la variación que experimentan algunos indicadores financieros en estrechas ventanas de tiempo alrededor del momento en que se anuncia o se materializa un determinado evento de interés. De esta forma, se pretende aislar el impacto de dicho evento de otros posibles

Gráfico 1
VARIACIÓN DE ÍNDICES BURSÁTILES Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA (a)

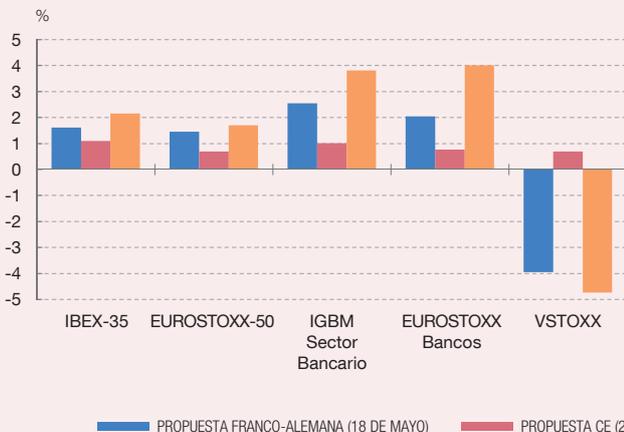
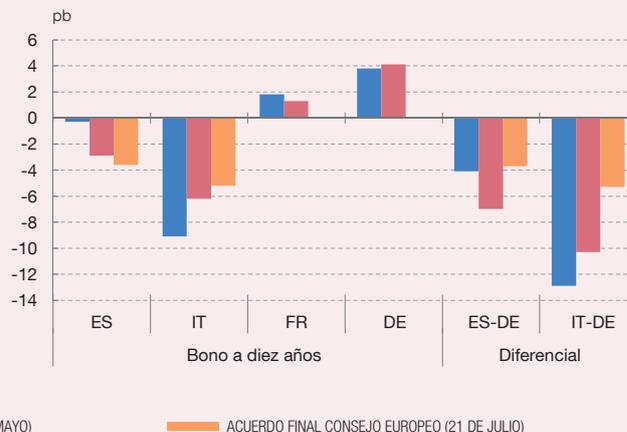


Gráfico 2
VARIACIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA (a)



FUENTE: Thomson Reuters Eikon.

a Para el evento del 18 de mayo, la hora de inicio de la ventana se fija 30 minutos antes de la reunión que tuvo lugar a las 15.30 h entre los líderes de Francia y Alemania, a la cual siguió una rueda de prensa en la que anunciaron su propuesta conjunta. El final de la ventana se fija en el cierre de los mercados de renta fija ese mismo día, a las 19 h. La ventana para el evento del 27 de mayo, con una longitud de cuatro horas, se inicia a las 11 h, unos minutos antes de la publicación de algunos detalles de la propuesta de la Comisión Europea en un medio de comunicación. El acuerdo del día 21 de julio se anunció de madrugada, por lo que se utiliza una ventana que se extiende desde el cierre de los mercados del día 20 hasta las 12 h del día siguiente.

2 La CE estima que la mayor parte de las transferencias se harán efectivas entre 2022 y 2025 (véase COM (2020) 408 final).

3 Véase I. Kataryniuk, V. Mora-Bajén y J. J. Pérez (2020), «EU deepening and sovereign debt spreads: how relevant is the «political space»?», Documento de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

NEXT GENERATION EU: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS E IMPACTO DE SU ANUNCIO SOBRE LAS CONDICIONES FINANCIERAS (cont.)

factores que también podrían influir en los indicadores financieros, tales como noticias económicas o, en el contexto actual, epidemiológicas. En concreto, para este ejercicio se consideran los tres hitos más importantes ligados a las discusiones que llevaron al acuerdo de puesta en marcha del fondo de recuperación: i) la propuesta franco-alemana del 18 de mayo, ii) la propuesta de la CE del 27 de mayo, y iii) el anuncio del acuerdo del Consejo Europeo del 21 de julio. Para estos tres eventos se fijan ventanas de tiempo de unas pocas horas en torno al momento en que se produjo cada anuncio, y se utilizan datos intradía para obtener la variación de los indicadores financieros en dichas ventanas⁴.

Los gráficos 1 y 2 contienen los resultados de este ejercicio. De acuerdo con el gráfico 1, los tres anuncios tuvieron un impacto positivo en las bolsas europeas, siendo algo mayor en el caso del índice español (IBEX-35) que en el del europeo (EUROSTOXX-50). Asimismo, los aumentos fueron de cuantía mayor para los respectivos subíndices bancarios que para los índices generales. El acuerdo final del Consejo Europeo fue el que propició mayores revalorizaciones bursátiles, tanto en los subíndices bancarios (3,8 % y 4 % en el índice bancario español y en el EUROSTOXX Bancos, respectivamente) como en los índices generales (2,2 % en el IBEX-35 y 1,7 % en el EUROSTOXX-50), seguido de cerca por la propuesta franco-alemana; el efecto de la propuesta de la CE fue más limitado. Asimismo, la volatilidad bursátil en la UEM, medida con el índice VSTOXX, se redujo considerablemente, como consecuencia tanto del acuerdo final (descenso del 4,8 %) como de la propuesta franco-alemana (caída del 4 %), mientras que apenas varió con la propuesta de la CE.

Los tres eventos tuvieron, asimismo, un impacto relevante en los mercados de deuda soberana (véase gráfico 2). En

el caso de España, la rentabilidad del bono a diez años y su diferencial con el bono alemán del mismo vencimiento disminuyeron de forma apreciable tras el acuerdo final del Consejo Europeo [con descensos de casi 4 puntos básicos (pb) en ambas variables] y tras la propuesta de la CE (3 pb y 7 pb, respectivamente), mientras que la propuesta franco-alemana redujo el diferencial en 4 pb, pero apenas afectó a la rentabilidad. En cambio, en el caso de Italia, la propuesta franco-alemana fue el evento con mayor impacto en la rentabilidad del bono a diez años y en su diferencial con el bono alemán (descensos de 9 pb y 13 pb, respectivamente), seguida de la propuesta de la CE (caídas de 6 pb y 10 pb, respectivamente); el acuerdo final del Consejo Europeo tuvo, sin embargo, un efecto algo más limitado (una disminución de 5 pb en ambas variables). Por su parte, las rentabilidades de los bonos alemanes y franceses a diez años se incrementaron ligeramente en respuesta a la propuesta de la CE (en 1 pb y 4 pb, respectivamente) y a la propuesta franco-alemana (en casi 4 pb y 2 pb, respectivamente)⁵, mientras que el acuerdo final apenas tuvo algún efecto sobre ambos indicadores.

En definitiva, de acuerdo con el análisis presentado en este recuadro, los hitos más relevantes que llevaron al acuerdo del Consejo Europeo de 21 de julio para la creación del fondo de recuperación *Next Generation EU* han tenido efectos positivos en los mercados bursátiles del área del euro y han supuesto, asimismo, una relajación en las condiciones de financiación de los Tesoros italiano y español. Esta reacción positiva de los mercados financieros sugiere que los inversores interpretaron que la creación de un fondo de estas características conllevaría un impulso al crecimiento del área del euro, así como un reforzamiento del proyecto común europeo.

4 Véase la nota al pie de los gráficos 1 y 2 para más información sobre las ventanas de tiempo escogidas. La dificultad para establecer el momento exacto en que la información tuvo una difusión suficientemente amplia en los mercados financieros sugiere la necesidad de utilizar ventanas de varias horas, con el fin de recoger la reacción de los mercados causada por este evento. Sin embargo, esto implica que la evolución de los mercados podría verse afectada también por otros eventos contemporáneos.

5 El aumento de la rentabilidad de los bonos soberanos franceses y, principalmente, alemanes podría deberse a un mayor apetito por el riesgo de los inversores como consecuencia de los anuncios, acorde con las subidas de las valoraciones bursátiles.