

El MEDE debe ayudar frente a la pandemia: el caso de España

EsadeEcPol Insight #3 March 2020

AUTORES

Aitor Erce

Investigador Visitante,
LUISS

Antonio García Pascual

Visiting Scholar Johns
Hopkins University

Toni Roldán

Director, EsadeEcPol

RESUMEN EJECUTIVO

La cantidad de recursos financieros que se necesitan para hacer frente a esta pandemia es tan grande que **la mayoría de los Estados miembros van a necesitar el respaldo de Europa**. Se han formulado propuestas que implican al Banco Europeo de Inversiones, “coronabonos” y “helicópteros monetarios”. Las autoridades europeas pueden acabar recurriendo a todas ellas. Nuestra propuesta tiene la ventaja de ser una solución rápida y plenamente operativa.

Los instrumentos de crédito del MEDE están disponibles y son escalables. En esta nota, detallamos cómo ejecutar la propuesta formulada por Bénassy-Quéré et al. (2020a, 2020b) para utilizar el MEDE, mostrando el caso de España como objeto de estudio. De acuerdo a nuestros resultados, un crédito del MEDE que combine un plazo de pago amplio con un tipo de interés próximo a cero proporciona una vía prudente para cubrir las necesidades de financiación bruta, con un esfuerzo fiscal razonable y una dinámica sostenible para la deuda pública en España.

- **El Gobierno español ha avanzado un plan de apoyo de 200.000 millones de euros (el 16,5% de PIB)** que incluye transferencias y garantías públicas, la mayoría de las cuales es muy posible que serán convocadas. Estimamos que ese desembolso puede llevar a un incremento de las necesidades de financiación bruta de un 30 % del PIB por año en el futuro inmediato y la deuda pública podría alcanzar el 140 % el PIB en 2030.
- **Utilizando un marco de análisis de sostenibilidad de la deuda, mostramos de qué modo un crédito del MEDE**, sin márgenes y con un plan de amortización suave, permitiría estabilizar el ratio de deuda pública sobre el PIB al 125 % del PIB y reducirlo en el largo plazo. Con nuestra propuesta, las necesidades de financiación bruta serían inferiores al 20 % del PIB por año.
- **Unos tipos de interés más bajos en el marco del programa del MEDE** podrían ayudar a España a ahorrarse cerca de 150.000 millones de euros en pagos de intereses acumulados entre 2020 y 2030 (suma equivalente a más del 12 % del PIB). El apoyo del MEDE también reduciría el esfuerzo fiscal necesario para estabilizar el coeficiente de deuda pública sobre el PIB. Estimamos que el esfuerzo fiscal quedaría reducido a un nivel similar al escenario de partida sin el *shock* del Covid-19.
- **El acceso al MEDE también permitiría la activación del programa OMT** del Banco Central Europeo.
- En resumen, **la combinación del apoyo del MEDE y el Banco Central Europeo permitiría reforzar la sostenibilidad de la deuda española después del *shock* del Covid-19**, e igualmente podría ayudar a otros estados de la zona euro.

01. Un respaldo público frente a una parada repentina

Europa se ha convertido en el **epicentro de la pandemia del Covid-19**. Según datos del Ministerio de Sanidad, a 24 de marzo España tenía cerca de 40.000 casos identificados de Covid-19 y más de 2700 fallecidos, lo que la situaba en tercer lugar del mundo en número de muertes ocasionadas por el coronavirus, justo por detrás de Italia y China.

Además del rápido contagio del virus y su alto índice de mortalidad, **la actividad económica ha sufrido un frenazo sin precedentes**. Todavía no sabemos cuánto tiempo va a durar el parón. ¿Dos o tres meses, tal vez más? Los mercados globales han registrado ventas en las dos últimas semanas que no se habían visto en la historia reciente.

Europa se ha convertido en el epicentro de la pandemia del Covid-19

Hay una **enorme incertidumbre sobre la trayectoria futura de la pandemia**, por no decir de la economía. Vamos a suponer que algunos de los sectores de servicios más golpeados por el virus llegan a pararse por completo y que otros sectores van a operar lejos de su plena capacidad durante cuatro meses. El impacto agregado basándonos en el valor añadido bruto podría ser de una pérdida de actividad próxima al 40-50 % en marzo y abril, y de cerca de 20-30 % en mayo y junio. Asumimos que en julio se retoma la actividad económica, pero a un ritmo lento.

Hay una enorme incertidumbre sobre la trayectoria futura de la pandemia, por no decir de la economía

El impacto sobre el PIB agregado **causado por la disrupción del virus sería del orden del 10-12%** (sin tener en cuenta el efecto de las políticas). Y la mayoría de las pérdidas en la actividad económica no se recuperarían en el futuro –las visitas a restaurantes y a hoteles no se van a doblar en el futuro para compensar las pérdidas de marzo, abril, mayo y los meses siguientes.

Sin embargo, la contracción de la actividad económica es probable que se mitigue. **Las políticas públicas van a jugar un papel crucial para reducir el impacto negativo del virus sobre la actividad económica**. Las transferencias enormes pero temporales a los hogares y a las empresas pueden alcanzar los 10 puntos porcentuales del PIB. Una parte del apoyo a las empresas probablemente sea en forma de préstamos y garantías (es decir, no van a engrosar el déficit si no que se añadirán al volumen de deuda, incluyendo las garantías, si se activan). Estas ayudas limitarían la contracción del PIB al 4-5% en el 2020.

Las políticas públicas van a jugar un papel crucial para mitigar el impacto sobre la actividad económica

Además de estas políticas de crédito, el déficit global va a aumentar con:

- Los estabilizadores fiscales automáticos.
- El incremento de los costes financieros, puesto que el volumen de la deuda pública en 2019 es de casi el 100 % del PIB.
- El punto de partida del déficit público en 2020 del 2,5 % del PIB.

Con todo ello, **una estimación aproximada del déficit para el 2020 podría llegar hasta el 13% del PIB.**

Siguiendo el ejemplo de otros países, el Gobierno español aprobó la semana pasada un paquete fiscal que asciende a los 200.000 millones de euros (el 16,5 % del PIB). Incluye transferencias directas de 17.000 millones de euros, garantías del gobierno de 100.000 millones de euros y un compromiso con el sector privado de otros 83.000 millones de euros en garantías, que creemos que eventualmente se convertirán en garantías del gobierno.

Dada la naturaleza de esta parada súbita (*sudden stop*) y de los sectores golpeados por la pandemia, **a efectos de nuestro análisis vamos a suponer que van a reclamarse todas las garantías.**

Aunque esto pudiese parecer una hipótesis de trabajo “pesimista”, pensamos que es preferible que el COVID19-*shock* lo absorba el sector público, en lugar de las familias, empresas y bancos (aumentos en la mora). Estas serán nuestras hipótesis de trabajo cuando pasemos a estudiar la financiación de este plan en los apartados siguientes.

02. Opciones para financiar el paquete del Covid-19

En general, **el aumento del déficit del 2020 será muy probablemente el más elevado registrado en un solo año en la historia moderna**, aunque sea inferior que el multianual acumulado que resultó de la crisis de la deuda soberana. En 2012, España tuvo que recurrir al MEDE para que le ayudara a financiar su programa de apoyo fiscal. La pregunta obvia ahora es: ¿Podrá España financiar su paquete de medidas anti-Covid-19 sin el apoyo europeo?

El déficit de 2020 será muy probablemente el más elevado registrado en un solo año en la historia moderna

Para responder esta pregunta, necesitamos examinar de qué modo **diferentes escenarios macro del Covid-19 pueden incidir en la dinámica de la deuda pública** y en las necesidades de financiación bruta (GFN). El resultado de nuestro análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA) es que en 2021 la deuda pública ascenderá por encima del 120 % del PIB y podría continuar subiendo hasta alcanzar casi el 140 % en 2030 (el apartado siguiente muestra el DSA y las necesidades de financiación bruta en otros escenarios alternativos).

Para evitar caer de nuevo en la misma dinámica perversa en la que se vieron envueltos los mercados de deuda pública durante la crisis de la deuda soberana, **sería esencial mantener los costes financieros bajo control**. Unos pocos puntos básicos pueden marcar una gran diferencia en la futura factura de los tipos de interés, las necesidades de financiación bruta y la dinámica de la deuda, especialmente cuando la ratio de deuda pública es tan elevada.

El álgebra detrás del esfuerzo fiscal que se necesita para **estabilizar la dinámica de la deuda pública** es conocida. Se basa básicamente en tres variables, “ $(r-g)*d$ ”:

- **r** es el tipo de interés efectivo de la deuda pública, actualmente en torno al 2,7%.
- **g** es el crecimiento nominal del PIB que, tras el shock, se situará cerca del -4 % en 2020.
- **d** es el ratio de deuda sobre el PIB, que es del 97 %.

Como ha señalado acertadamente Blanchard (2019), con el tipo de interés de un deudor de la categoría AAA –con tipos de financiación negativos, como los de Alemania–, el incremento de la deuda pública no sería un problema, incluso en Italia. Pero, para España, con una deuda pública y un déficit muy elevados, y con unos niveles de desempleo superiores al 10 %, **los inversores globales probablemente reclamarán unos tipos de interés más altos**. El rendimiento de los bonos soberanos españoles a 10 años subió durante la segunda semana de marzo por encima del 2 % con respecto al 0,2 % de las semanas anteriores.

Gracias al reciente anuncio del **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** a cargo del BCE, los rendimientos de los bonos del Estado se han reducido de nuevo, pero no han vuelto a los niveles anteriores a la crisis. Los programas de compra de activos del BCE ahora incluyen: 750.000 millones de euros (PEPP), 120.000 millones de euros (anunciados en la reunión de política monetaria del BCE del 12 de marzo) y las actuales compras mensuales de 20.000 millones de euros.

Puesto que la clave de capital (*capital key*) de España en el BCE es de cerca del 10 %, el **BCE tiene cerca de 100.000 millones de euros disponibles para comprar deuda pública y privada española**. Ello ayudará al Tesoro Español junto con sus necesidades de financiación anteriores al COVID-19 de más de 200.000 millones de euros.

La combinación de una frágil dinámica de la deuda con unas elevadas necesidades de financiación puede resultar explosiva

Un potencial problema es que **las necesidades de financiación bruta probablemente aumenten de forma sustancial** con el paquete de apoyo (necesario) propuesto por el gobierno para el Covid-19, al igual que la deuda pública. Ante una mayor incertidumbre y una alta aversión al riesgo, la combinación de una frágil dinámica de la deuda con unas elevadas necesidades de financiación puede resultar, cuando menos, difícil de gestionar. A continuación, analizamos los escenarios previos y posteriores al shock del Covid-19 con o sin el apoyo del MEDE.

Dinámica adversa de la deuda tras el Covid-19 sin apoyo europeo

España finalizó el año 2019 con **una deuda pública del 97 % del PIB y un déficit fiscal del 2,5 % del PIB**. En nuestro escenario macro a medio-largo plazo, el saldo primario que estabiliza la deuda para el período 2021-2030 (en promedio) es de -0,7 % del PIB, el crecimiento medio es del 2,5%; los costes financieros medios son del 1,75 %, y la deuda pública se estabiliza en torno al 100 %.

Básicamente, **estas cifras son coherentes con un esfuerzo fiscal anual** que el Gobierno español sería capaz de llevar a cabo en forma realista a lo largo de este período. El promedio de las necesidades de financiación bruta (GFN)

se situaría entre el 17% y el 20% del PIB anual, lo cual es claramente manejable.

España finalizó el año 2019 con una deuda pública del 97 % del PIB y un déficit fiscal del 2,5 % del PIB

El *shock* del Covid-19 **ha desencadenado un paquete fiscal sin precedentes de 200.000 millones de euros**. Como resultado de ello, estimamos que la deuda pública en 2021 superará el 120 % del PIB y, si las condiciones de financiación no son muy acomodaticias, seguirá subiendo hasta alcanzar el 137 % del PIB en 2030.

Las GFN hasta 2030 arrojan una media del 29 % del PIB por año, eso es, **10 puntos porcentuales más que en el escenario anterior a la pandemia**. Para poder evaluar la situación si los niveles de tensión volvieran a los niveles de la semana anterior, hemos supuesto que el tipo de interés marginal se mantiene elevado durante los dos años siguientes al *shock*, pero que a partir de entonces los tipos vuelven a su escenario de partida más 50 puntos básicos (mantenemos un diferencial más alto respecto al punto de partida para reflejar el coste de mercado de una deuda pública más elevada).

Como resultado de todo ello, en 2030, el coste financiero medio (sobre todo el volumen de deuda) sería **120 puntos básicos más alto que en el escenario previo al Covid-19**.

En este escenario, **el shock del Covid-19 podría impulsar la deuda a unos niveles en los que, en los marcos de DSA se considerarían “estresados”**. Los mercados podrían acelerar la dinámica adversa reclamando una mayor prima de riesgo país, lo cual, a su vez, se traduciría en una trayectoria aún más adversa para la dinámica de la deuda y de las necesidades de financiación brutas.

España estaría en un “**equilibrio malo**” que se iría **retro-alimentando**: los mayores tipos de interés de la deuda pública no serían vistos por los inversores como una atractiva alta rentabilidad de los Bonos Españoles, sino más bien como un riesgo país demasiado elevado, y pedirían unos tipos de interés aún más altos, que vendrían a empeorar la dinámica fiscal.

El MEDE puede acabar con la dinámica adversa de la deuda

El MEDE puede proporcionar asistencia financiera a España a unos costes financieros más bajos que los que la mayoría de países euro pueden obtener en los mercados. La financiación del MEDE en sus préstamos con condicionalidad estándar es de unos 10 puntos básicos por encima del coste de financiación para el MEDE (actualmente, negativo). Además de su coste más bajo, tanto los programas estándar del MEDE como sus programas precautorios (*precautionary*), tienen una importante ventaja adicional.

El MEDE puede proporcionar asistencia financiera a España a unos costes financieros más bajos que los de mercado

Desde el momento en que un Estado miembro recibe uno de estos programas, el **BCE puede activar su política OMT** (transacciones monetarias directas), que le permite realizar compras masivas de la deuda pública del país. Esto reduciría aún más los costes financieros de la deuda soberana española.

Esta activación del programa OMT puede funcionar como un programa de “control de la curva de tipos” para las economías del euro.

La tabla 1 resume los **escenarios de financiación del MEDE y su impacto sobre la sostenibilidad de la deuda**.

Tabla 1
Análisis de sostenibilidad de la deuda

Escenarios	Financiación MEDE			Resultados DSA 2020-30			
	Tamaño crédito (MM€)	Diferencial (puntos básicos)	MEDE WAM (años)	Deuda 2030 (% PIB)	Media GFNs (% PIB)	Media PB* (% PIB)	Intereses acumulados (€MM)
Pre-COVID19, base				100	19	-0,7	279
Post-COVID19 sin MEDE				136	28	0,4	509
MEDE 50% 6 años, 10 pb	100	10	6	129	22	-0,3	396
MEDE 50% 6 años, 0 pb	100	0	6	129	22	-0,3	394
MEDE 50% 6 años, +35 pb	100	35	6	130	22	-0,3	402
MEDE 50% 1 años, +10 pb	100	10	10	128	22	-0,4	383
MEDE 50% 3 años, +10 pb	100	10	3	128	22	-0,4	389
MEDE 100% 6 años, +10 pb	200	10	6	128	20	-0,4	386
MEDE 100% 1 año, +0 pb	200	0	1	126	19	-0,6	356

Fuente: Elaboración propia. Tesoro Público. MEDE. Bloomberg.

La tabla 2 proporciona el **marco macroeconómico detallado de los principales escenarios.**

Tabla 2
Escenarios macroeconómicos y financieros

Variables	Escenario pre-Covid-19, base					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025-30
PIB nominal, tasa crecimiento (%)	2,0	2,7	2,2	2,1	2,5	2,5
PIB real, tasa crecimiento (%)	1,4	1,2	1,0	0,8	1,0	1,0
Inflación, año/año (%)	0,6	1,5	1,2	1,3	1,5	1,5
Balnce primario (% del PIB)	-0,1	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
Rendimiento bonos Estado, 1 año (%)	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	1,1	1,3
Rendimiento bonos Estado, 5 año (%)	-0,1	-0,1	-0,1	0,9	1,4	1,9
Rendimiento bonos Estado, 10 año (%)	0,4	0,4	0,4	1,0	2,0	2,8
Escenario Covid-19 sin apoyo MEDE						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025-30
PIB nominal, tasa crecimiento (%)	-3,7	5,3	2,5	2,4	2,3	2,3
PIB real, tasa crecimiento (%)	-4,1	4,3	1,3	1,1	1,0	1,0
Inflación, año/año (%)	0,4	1,0	1,2	1,3	1,3	1,3
Balnce primario (% del PIB)	-9,8	-3,0	-1,5	-1,4	-1,2	-1,2
Rendimiento bonos Estado, 1 año (%)	1,0	1,0	1,0	1,3	1,6	1,8
Rendimiento bonos Estado, 5 año (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,4
Rendimiento bonos Estado, 10 año (%)	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3
Escenario Covid-19 con apoyo MEDE						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025-30
Rendimiento bonos Estado, 1 año (%)	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	1,1	1,3
Rendimiento bonos Estado, 5 año (%)	-0,1	-0,1	-0,1	0,9	1,4	1,9
Rendimiento bonos Estado, 10 año (%)	0,4	0,4	0,4	1,0	2,0	2,8
Rendimientos bonos MEDE, 1 año (%)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,0	0,7	1,1
Rendimientos bonos MEDE, 5 año (%)	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	1,1	1,6
Rendimientos bonos MEDE, 10 año (%)	-0,3	-0,3	-0,3	0,7	1,5	2,1

Fuente: Elaboración propia.

Estos diferentes escenarios se organizan en torno a tres parámetros/hipótesis importantes:

1. **El volumen del crédito del MEDE a España**, que suponemos que se situaría entre 100.000 y 200.000 millones de euros (eso es, entre el 50 % y el 100 % del paquete de apoyo fiscal del 2020, respectivamente). Nuestra base de referencia es que España recibiría unos 100.000 millones de euros. **Un paquete mayor sería más beneficioso para España pero**

dejaría menos recursos para otros Estados miembros necesitados. El MEDE tiene, en la actualidad, una capacidad crediticia de unos 410.000 millones de euros.

2. **El diferencial sobre la tasa de financiación que imputa el MEDE para cubrir sus costes.** En este caso suponemos que puede oscilar entre 0 y 35 puntos básicos para representar

el coste de endeudamiento en función de los diversos mecanismos de crédito existentes en el MEDE. 10 puntos básicos es el margen imputado en los programas estándar del MEDE y 35 puntos básicos es el margen imputado en las líneas de crédito con condicionalidad (ECCL). A su vez, en los préstamos a Irlanda y Portugal del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera los países actualmente pagan un diferencial de cero. Suponemos que el MEDE se financia a sí mismo a 10 puntos básicos por encima de la curva del Bono Alemán.

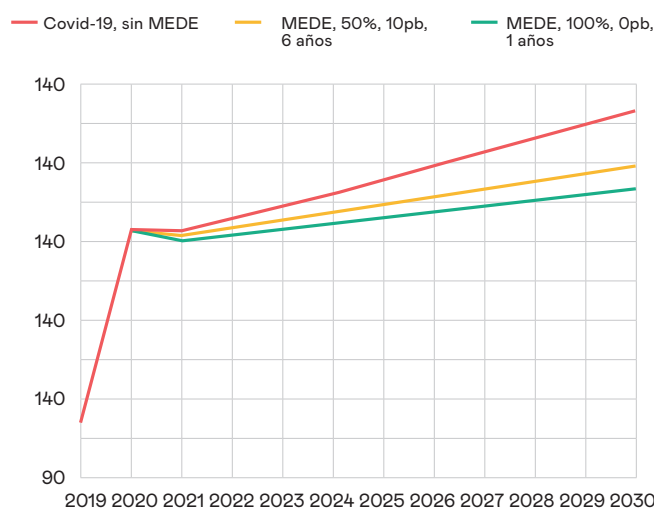
3. **El vencimiento medio ponderado** (*weighted-average maturity, WAM*) fijado por el MEDE en su propia estrategia de financiación en los mercados. Experimentamos con un WAM de entre 1 y 6 años. En la actualidad, el MEDE fija un WAM de [2-3] años.

No experimentamos con el vencimiento del préstamo del MEDE, que asumimos **sería similar al que recibió España en 2012** (vencimiento a 12 años con un período de gracia de 5 años). Tampoco hemos experimentado con la estrategia de emisión del Tesoro español, que establecemos para replicar lo observado en la práctica. Por lo tanto, establecemos una WAM en la emisión de seis años y medio cuando el estrés es menor, y de cuatro años cuando el estrés es mayor. En todos nuestros escenarios, el WAM en emisión converge a cinco años y medio en 2024.

La Tabla 1 también muestra cuatro datos estadísticos de resumen claves extraídos del análisis DSA realizado para cada escenario:

1. **Coefficiente de deuda pública sobre el PIB en 2030.** Oscila entre el 100 % del PIB en un escenario de referencia sin el shock del Covid-19 y el 136 % en el escenario posterior al Covid-19 sin ningún apoyo del MEDE (ver Figura 1).

Figura 1
Simulaciones de deuda pública (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia.

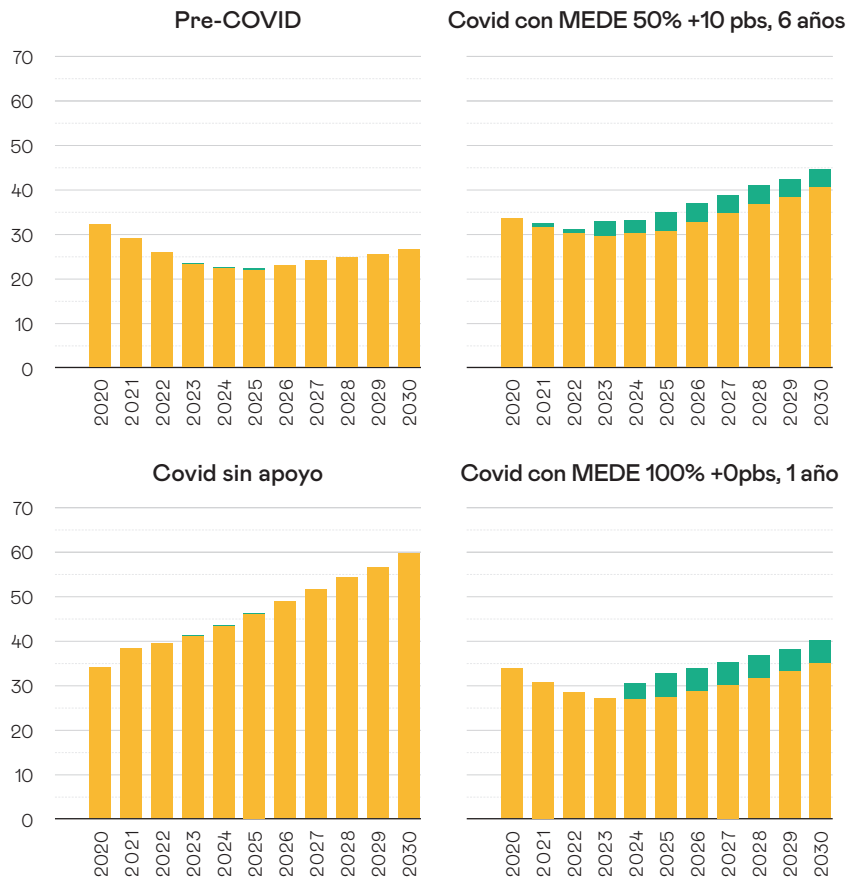
2. **Necesidades medias de financiación bruta con respecto al PIB (GFN/PIB) para el período 2022-2030,** dejando al margen los años 2020 y 2021, puesto que el *shock* enorme del 2020 sobre las variables fiscales y el PIB distorsiona el panorama, y queremos captar la dinámica a medio plazo.

3. **Saldo primario medio para estabilizar la deuda con respecto al PIB (PB*/PIB) para el período 2022-2030.** Un valor más alto denota que se necesita un mayor esfuerzo fiscal para estabilizar la deuda pública con respecto al PIB. Antes del *shock* del Covid-19, el coeficiente medio PB*/PIB era de -0,7 %. Ello significa que si el sector público tuviera un déficit primario inferior al 0,7 % del PIB, la deuda pública con respecto al PIB seguiría una tendencia descendente. El valor más alto (un superávit primario de +0,4% del PIB) se registra ante el *shock* del Covid-19 sin apoyo del MEDE.

4. **Pagos de intereses acumulados en cada uno de los escenarios.** El rango va de los 509.000 millones de euros (tras el *shock*) a los 279.000 millones de euros (sin el *shock* del Covid); en otras palabras, si el Tesoro Español tuviera que financiar el paquete fiscal en los mercados, los costes financieros acumulados del paquete a medio plazo (2020-2030) serían de 230.000 millones de euros. En la Figura 2, se compara el perfil temporal de los pagos de intereses privados y oficiales en diferentes escenarios.

Figura 2

Intereses deuda (%) ● Interés deuda mercado ● Interés deuda MEDE



Fuente: Elaboración propia. Tesoro Público. MEDE. Bloomberg. Nota: Covid-19 sin MEDE muestra los resultados sin apoyo financiero de MEDE. Covid con MEDE 50 % muestra resultados para un programa de MEDE de 100.000 millones de euros, con un diferencial de 10 pb y donde MEDE se financia a un WAM de 6 años. MEDE 100 % muestra resultados para un programa de € 200 mil millones con una extensión de 0 pb y donde MEDE se financia a sí mismo en un WAM de 1 año.

La principal lección que se desprende de estos escenarios es que, si resurge el estrés, **el apoyo del MEDE cambiaría fundamentalmente las condiciones de financiación para España**, garantizando que la dinámica de la deuda fuera sostenible. En concreto:

1. **El apoyo del MEDE marca una gran diferencia en la reducción de los costes financieros.** Los pagos de los tipos de interés acumulados en el mejor de todos los escenarios de financiación (la última fila de la Tabla 1) supondría para España un ahorro de más de 150.000 millones de euros, ¡más del 12 % del PIB de 2019, en pagos de intereses!
2. **El apoyo del MEDE reduce significativamente el esfuerzo fiscal necesario para estabilizar o reducir el coeficiente de deuda pública**

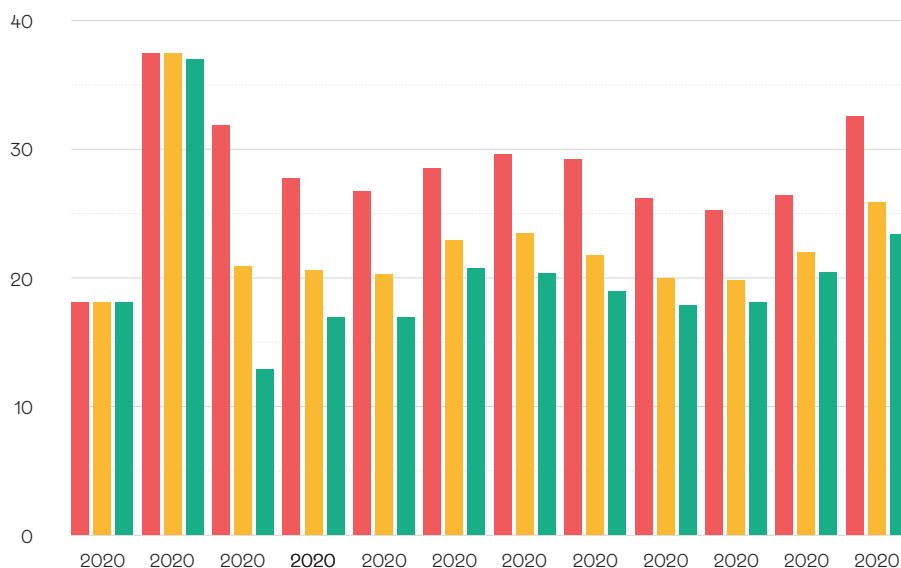
sobre el PIB. De hecho, en algunos de los escenarios de financiación del MEDE, el esfuerzo fiscal (medido como el saldo primario medio para estabilizar la deuda) sería similar al escenario de referencia sin el *shock* del Covid-19 (eso es, -0,6 % frente a -0,7 % del PIB, respectivamente). Adoptamos una actitud conservadora en nuestras hipótesis y asumimos un déficit primario a medio plazo del 1,2 % del PIB. De hecho, creemos que España podría comportarse mejor y que debería ser capaz de presentar un saldo primario próximo a cero o inferior, de un -0,6% del PIB (es decir, el nivel de estabilización de la deuda según el programa).

3. **El apoyo del MEDE mantendría las necesidades de financiación bruta anuales** a un nivel (en términos del PIB) similar a la situación de partida antes del *shock* del 19 % del PIB (ver Figura 3).

Figura 3

Necesidades de financiación bruta (% del PIB)

● Covid-19, sin MEDE ● MEDE 50%, 10 pbs, 6 años ● MEDE 100%, 0 pbs, 1 año



Fuente: Elaboración propia. Tesoro Público. MEDE. Bloomberg. Nota: Covid-19 sin MEDE muestra los resultados sin apoyo financiero de MEDE. Covid con MEDE 50 % muestra resultados para un programa de MEDE de 100.000 millones de euros, con un diferencial de 10 pb y donde MEDE se financia a un WAM de 6 años. MEDE 100 % muestra resultados para un programa de € 200 mil millones con una extensión de 0 pb y donde MEDE se financia a sí mismo en un WAM de 1 año.

El MEDE aplica un **diferencial sobre los costes de financiación para sus préstamos**. Este margen difiere en función de los distintos instrumentos al objeto de reflejar los diversos perfiles de riesgo de cada instrumento. Para los créditos estándar, el margen es de 10 puntos básicos. Se aplicará un margen superior, de 30 puntos básicos, a los servicios de recapitalización de las instituciones financieras.

Finalmente, para las líneas de crédito precautorias (*precautionary credit lines*), el margen aplicado es de 35 puntos básicos. Como hemos mostrado en los ejercicios de simulación del DSA, **con solo una pequeña reducción del diferencial de 10 puntos básicos a 0 ya se marca una gran diferencia** a medio plazo en los ahorros de intereses. Así pues, idealmente, el MEDE debería eliminar el margen de los costes de financiación que imputa a los países prestatarios. Eso es lo que hizo el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera a Irlanda y Portugal cuando pasaban por la peor situación en sus crisis de deuda.

03. Cómo superar las limitaciones institucionales del MEDE

Un programa estándar del MEDE con unas condiciones centradas en el Covid-19

Obtener préstamos en las condiciones financieras del MEDE sería una solución para la sostenibilidad de la deuda pública española. Sin embargo, existen algunos obstáculos para un amplio apoyo del MEDE.

Los programas estándar requieren la **preparación de un marco macroeconómico y numerosas evaluaciones del riesgo** por parte de la Comisión Europea (CE), el BCE y el MEDE. Siguiendo el proceso convencional, los Estados miembros de la eurozona que necesitan asistencia financiera presentan una solicitud al Consejo de Gobernadores del MEDE (artículo 13 del Tratado del MEDE). Una vez recibida esta solicitud, es evaluada por la CE, el BCE y el MEDE. Esta evaluación incluye un análisis DSA. Además, el programa implica diseñar una condicionalidad *ex post* estricta.

Obtener préstamos en las condiciones financieras del MEDE sería una solución para la sostenibilidad de la deuda pública española

Dada la naturaleza del *shock* actual, para agilizar la reacción política europea, los programas del MEDE relacionados con el Covid-19 creemos que podrían ser mucho más ágiles. Básicamente, tendría sentido ahorrarse pruebas como el marco de análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA) e introducir como condicionalidad “simbólica” que la inversión esté exclusivamente relacionada con la crisis del Covid-19.

El procedimiento para aprobar dicho programa debería ser más rápido que el que se requiere para modificar los instrumentos de crédito, como se prevé en otras propuestas (véase, por ejemplo, Pierre-Oliver Gourinchas, 2020). Puesto que la concesión de un préstamo requiere siempre la aprobación parlamentaria en algunos Estados miembros (en Alemania, los Países Bajos y Finlandia, el Parlamento del país tiene el derecho legal de votar los préstamos del MEDE), el tiempo es esencial.

Como argumenta con razón Charles Wyzplok (2020), esta es **una desventaja importante para cualquier propuesta que intente hacer uso de los fondos del MEDE**, dado que la situación política es probable que sea tensa en las próximas semanas y meses.

Sin embargo, pensamos que el estigma no debería ser un problema si la condicionalidad se concentra en la resolución de la crisis del Covid-19. Si los actores políticos de los países que necesitan apoyo se preocupan en exceso por la “mayor vigilancia”, cabe el riesgo de que los actores políticos del norte exijan una condicionalidad más fuerte. En suma, **vemos la posibilidad de llegar a un acuerdo de centrar la condicionalidad en la crisis del virus** a cambio de que los recursos se dediquen a las necesidades del Covid-19.

Líneas de crédito precautorias: ECCL y PCCL

Si no puede alcanzarse un acuerdo sobre la racionalización de la condicionalidad en el marco de un programa marco del MEDE, alternativamente

los países pueden intentar acceder a líneas de crédito precautorias.

En la actualidad, hay dos tipos de servicios precautorios:

- La línea de crédito precautoria condicionada (PCCL).
- La línea de crédito con condicionalidad reforzada (ECCL).

Se puede recurrir a ambas líneas **utilizando un préstamo o haciendo compras directas en el mercado primario**. Comparados con los programas estándar, la condicionalidad de estos programas es en mayor medida ex ante, puesto que para acceder a ellos se requieren unas condiciones de precalificación. España podría cumplir los prerrequisitos para obtener una ECCL.

El acceso a una PCCL se basa en unas condiciones preestablecidas, que limitan el acceso a aquellos países que siguen siendo fundamentalmente solventes. Las condiciones de precalificación incluyen:

- Respetar los compromisos del pacto de estabilidad y crecimiento (los países con un procedimiento de déficit excesivo podrán acceder a la PCCL siempre que el deudor siga las recomendaciones del Consejo).
- Una deuda sostenible de las administraciones públicas.
- Respetar los compromisos del procedimiento de desequilibrio excesivo (los países que se hallen en este procedimiento podrán acceder a una PCCL si mantienen el compromiso de corregir los desequilibrios identificados por el Consejo).
- Historial de acceso a los mercados de capital internacionales en unas condiciones razonables.
- Una posición externa sostenible.
- La ausencia de problemas sistémicos de solvencia bancaria.

Los países que no cumplan todas las condiciones para acceder a una PCCL, pero cuyos cimientos se mantengan sólidos, podrán acceder a una ECCL. En estos casos, el país que acceda a la ECCL **deberá adoptar medidas correctivas para resolver sus debilidades** y evitar problemas futuros de acceso a los mercados, y respetar en todo momento los criterios de admisión que se consideró que cumplían cuando les fue concedida la ECCL.

No existen pautas sobre de qué volumen ha de ser el importe inmediato. Las directrices de la ECCL no indican ningún límite sobre el acceso o los vencimientos (lo que vaya mejor políticamente). Ello implica que la ECCL, en principio, **puede otorgar la misma cantidad y con los mismos tramos que un préstamo normal**, aunque estará sujeta a supervisión trimestral.

También aquí la condicionalidad podría **centrarse en resolver las debilidades identificadas**, que ahora deberían ser las medidas para combatir la pandemia. Una notable desventaja es que el acceso a la ECCL tiene un coste de 35 puntos básicos sobre el coste de financiación, más una cuota inicial de 10 puntos básicos en el tramo de disposición inmediata, y 50 puntos básicos en cada desembolso efectivo (deducidas las cuotas ya pagadas).

El acceso de un préstamo mediante una ECCL es mucho más rápido

Otro posible problema de este enfoque es que, como en el caso de los **préstamos estándar del MEDE**, se requieren unos procedimientos parlamentarios en algunos países miembros cuyos electorados pueden ver con preocupación esta concesión de financiación en condiciones favorables.

Por la parte positiva, **el acceso de un préstamo mediante una ECCL es mucho más rápido**, aunque sea menor al principio, y su escalabilidad

es ilimitada. En el contexto actual, podría aplicarse una ECCL de forma flexible, con una condicionalidad más específica. Además, podrían considerarse algunos cambios en la fijación de precios, de forma similar a los que concedió el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera a Irlanda, Portugal y Grecia.

De este modo, los préstamos resultarían menos onerosos, al tiempo que garantizarían que todos los costes asociados a ellos serían cubiertos por el país receptor. Y, lo que es más importante, la ECCL podría también abrir la puerta a las operaciones OMT del BCE. Sin embargo, según las directrices técnicas de las OMT, el acceso solo puede producirse a través de un programa precautorio (línea de crédito con condicionalidad reforzada) siempre que la ECCL permita la posibilidad de que el MEDE pueda comprar en el mercado primario*.

Otro posible problema de este enfoque es que, como en el caso de los préstamos estándar del MEDE, se requieren unos procedimientos parlamentarios en algunos países miembros cuyos electorados pueden ver con preocupación esta concesión de financiación en condiciones favorables.

Por la parte positiva, el acceso de un préstamo mediante una ECCL es mucho más rápido, aunque sea menor al principio, y su escalabilidad es ilimitada. En el contexto actual, podría aplicarse una ECCL de forma flexible, con una condicionalidad más específica. Además, podrían considerarse algunos cambios en la fijación de precios, de forma similar a los que concedió el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera a Irlanda, Portugal y Grecia.

De este modo, los préstamos resultarían menos onerosos, al tiempo que garantizarían que todos los costes asociados a ellos serían cubiertos por el país receptor. Y, lo que es más importante,

la ECCL podría también abrir la puerta a las operaciones OMT del BCE. Sin embargo, según las directrices técnicas de las OMT, el acceso solo puede producirse a través de un programa precautorio (línea de crédito con condicionalidad reforzada) siempre que la ECCL permita la posibilidad de que el MEDE pueda comprar en el mercado primario.

El instrumento de recapitalización bancaria indirecta

Finalmente, **los países podrían recurrir a un instrumento de recapitalización indirecta del sistema bancario** como el que recibió España en 2012. Ello permitiría diseñar un préstamo con el objetivo específico de asegurarse de que los bancos disponen de suficiente capital para anotar pagos atrasados del sector privado a medida que se van produciendo. En la práctica, estos fondos se utilizarían para ayudar a los bancos a subsanar insolvencias utilizando capital a medida que estas insolvencias se van sucediendo.

Los países podrían recurrir a un instrumento de recapitalización indirecta del sistema bancario como el que recibió España en 2012

Un grave inconveniente del instrumento de recapitalización bancaria indirecta es que **esta vía no permitiría a los países pedir al BCE que activara las transacciones monetarias directas (OMT)**. Al igual que los programas estándar, estos programas requieren la aprobación parlamentaria en algunos Estados miembros. El hecho de que este instrumento no desbloquee las OMT puede servir para convencer a los políticos del norte de Europa preocupados por lo que para ellos suponga compartir demasiado riesgo.

* Según las directrices sobre compras en el mercado primario, estas pueden realizarse en subastas y transacciones sindicadas, a precios de mercado y sin absorber más de la mitad de la emisión. Esta proporción puede incrementarse si el mercado hace una oferta a un precio aceptable o la cartera de pedidos es insuficiente para garantizar que al menos se vende la mitad de la cantidad considerada inicialmente. Los bonos adquiridos pueden venderse para mitigar el riesgo de realizar una pérdida.

Conclusiones

Europa está ponderando cuál **es la mejor forma de apoyar a sus Estados miembros en su lucha contra el Covid-19**. Se han formulado algunas propuestas para respaldar los esfuerzos de los propios Estados miembros, incluyendo propuestas para el BIE, los nuevos “coronabonos” y el “dinero de helicóptero” (ver Baldwin & Weder di Mauro 2020 para un análisis de estas propuestas). Pensamos que todas ellas merecen ser tomadas en consideración.

Sin embargo, el verdadero desafío es que la economía se halla en un parón repentino y el tiempo es esencial. Las principales ventajas de utilizar el instrumento de crédito del MEDE son que ya está operativo, tiene fondos, es escalable y más rápido.

En esta nota, **hacemos operativa la propuesta de Bénassy-Quéré *et al.* (2020b)**. Hemos calibrado el volumen y las condiciones financieras de un programa del MEDE que pudiera funcionar para España. Concluimos que, con toda probabilidad, lograría que la dinámica de la deuda resultara sostenible. Como hemos mostrado en nuestras simulaciones, el volumen y las condiciones financieras del crédito del MEDE podrían marcar una diferencia sustancial en los pagos de los intereses, las necesidades de financiación bruta, el esfuerzo fiscal exigido y la dinámica de la deuda pública.

Aunque el arsenal del MEDE es amplio, con un capital social actual de más de 700.000 millones de euros y una capacidad de movilizar 410.000 millones de fondos, puede no resultar suficiente ante la magnitud de las necesidades de financiación generadas por el shock del Covid-19. Italia y España solas podrían consumir todos los fondos disponibles. Por tanto, sería recomendable un complemento. Bénassy-Quéré *et al.* (2020b) analizan cómo aumentar la capacidad crediticia del MEDE más allá de su nivel actual.

REFERENCIAS

Baldwin, R & Weder (eds). “Mitigating the Covid economic crisis: Act fast and do whatever It takes”, VoxEU.org, marzo 2020.

Bénassy-Quéré, A, R Marimon, J Pisani-Ferry, L Reichlin, D Schoenmaker & B Weder di Mauro (2020a). “Covid-19: Europe needs a catastrophe relief plan”, VoxEU.org, 11 marzo.

Bénassy-Quéré, A, Boot, A, Fatás, A, Fratzscher, M, Fuest, C, Giavazzi, F, Marimon, R, Martin, P, Pisani-Ferry, J, Reichlin, L, Schoenmaker, D, Teles, P & Weder di Mauro, B (2020b), “Covid-19: A proposal for a Covid credit line”, VoxEU.org, 11 marzo.

Blanchard, Olivier (2019). “Public debt and low interest rates.” *American Economic Review*, 109 (4): 1197-1229.

Gourinchas, Pierre Olivier (2020). “Flattening the pandemic and recession curves”, 13 marzo.

Wyplosz Charles (2020). “So far, so good: And now don't be afraid of moral hazard” in Baldwin, R. & Weder di Mauro, B. (eds). “Mitigating the Covid economic crisis: Act fast and do whatever it takes”, VoxEU.org, 18 marzo.