

## Todo lo que siempre quiso saber sobre el Plan de Recuperación europeo y nunca se atrevió a preguntar: la emisión de deuda de la UE

Tras el estallido de la pandemia, la UE dio un paso adelante y, con el Next Generation EU (NGEU), fortalecerá el proyecto europeo. Destacan dos dimensiones: por un lado, se afrontan dos grandes retos económicos a largo plazo, la digitalización y el cambio climático. Por otro lado, la UE emitirá deuda en cantidades muy significativas. A continuación, y tras el artículo donde respondíamos a las principales preguntas sobre el Plan de Recuperación europeo,<sup>1</sup> daremos respuesta a las cuestiones que pueden surgir sobre este aumento en la emisión de deuda por parte de la UE y su impacto en los mercados financieros.

### ¿Cuánta deuda emitirá la UE dentro del NGEU?

Muy probablemente, la emisión será igual al total de la dotación del NGEU, 750.000 millones de euros,<sup>2</sup> aunque dependerá de la cantidad final de fondos solicitada por los Estados miembros. Parece razonable suponer que se utilizarán totalmente los 77.500 millones que se deben añadir a diversos programas ya existentes, como el Fondo de Transición Justa o InvestEU, y los 312.500 millones que se entregarán como transferencias a fondo perdido. Sin embargo, existe más incertidumbre acerca de la proporción que se demandará de los 360.000 millones disponibles en forma de préstamos en condiciones muy favorables (las mismas en las que la UE consiga financiarse en los mercados).

Habida cuenta de que la UE goza de un coste de financiación muy bajo, los estados que más beneficio obtendrían de pedir los préstamos a la UE serían aquellos con un coste de financiación mayor (como España o Portugal). Asimismo, hay algunos países que no obtendrían mucho beneficio económico de pedir prestado a la UE en lugar de hacerlo directamente al mercado. Así, dado que cada Estado miembro puede pedir prestado hasta un 6,8% de su producto nacional bruto (PNB), si los países con un tipo de interés de la deuda más alto lo pidiesen, ya se agotarían los 360.000 millones de euros.<sup>3</sup> No obstante, debemos tener en cuenta que los aspectos políticos de acudir a esta financiación pueden desalentar a algunos países (como ha ocurrido, por ejemplo, con la financiación a través del MEDE).

### ¿Cómo evolucionará la deuda de la UE?

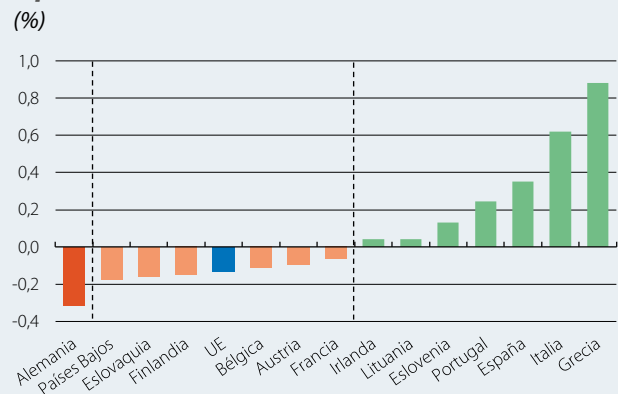
Es previsible que la UE acompace sus emisiones de deuda con los desembolsos que tenga que ir realizando a los

1. Véase «[Todo lo que siempre quiso saber sobre el Plan de Recuperación europeo y nunca se atrevió a preguntar](#)» en el IM11/2020.

2. Las cantidades referidas al NGEU están siempre expresadas en precios de 2018.

3. De hecho, se superaría en cerca de 8.000 millones.

### Tipo de interés sobre la deuda a 10 años



**Nota:** En verde marcamos los estados con incentivos económicos a pedir prestado; en naranja, los que obtienen un beneficio modesto o nulo, y en rojo, Alemania, cuyo coste de financiación es notablemente menor.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg del 22 de febrero.

Estados miembros. La UE comprometerá el 70% de las transferencias del Fondo de Recuperación antes de diciembre de 2022 y el 30% restante durante 2023. Sin embargo, los desembolsos de cada uno de los proyectos se realizarán hasta el 31 de diciembre de 2026. También se prevé que haya una prefinanciación del 13% del total del Fondo en 2021 (unos 87.000 millones de euros). De este modo, bajo ciertos supuestos,<sup>4</sup> la emisión de deuda por parte de la UE en 2023 y 2024 podría llegar a ser de 175.000 millones anuales. Asimismo, no debemos olvidar que la UE ya tenía una deuda por valor de 50.000 millones de euros antes del estallido de la pandemia y que, tras la crisis, está emitiendo deuda para financiar el programa SURE (un total de 100.000 millones de euros, la mitad de los cuales ya han sido emitidos). Así, el volumen total de deuda emitida por la UE se ha duplicado desde inicios de 2020 y, si finalmente se emite toda la deuda prevista por el NGEU, es probable que en 2027 la deuda en circulación de la UE se haya multiplicado por más de 15 respecto a los niveles prepandemia hasta un volumen de 867.000 millones de euros, aproximadamente el equivalente al 6% del PIB de la UE.

Aunque esta deuda tendrá cierta persistencia en los mercados, al ser emitida a vencimientos relativamente largos,<sup>5</sup>

4. Asumimos que los compromisos de los préstamos son idénticos a los de las transferencias (70% antes de terminar 2022 y 30% en 2023) y que los pagos se realizan, a partes iguales, entre el año en que se comprometen y los tres siguientes. Por último, asumimos que los 77.500 millones que se añaden a los distintos programas se desembolsan durante los próximos seis años de forma homogénea. Así, en 2023 y 2024 convivirán los pagos de todos los proyectos comprometidos entre 2021 y 2023.

5. Antes de la COVID, el vencimiento promedio de la deuda de la UE era de 7 años y 9 meses, mientras que ahora es de 10 años y 10 meses.

a partir de 2027 irá desapareciendo gradualmente. Así, y en ausencia de nuevos avances en la integración europea, la UE perdería presencia en los mercados financieros a largo plazo.

**¿Cómo se repagará esta deuda?**

La UE deberá devolver el principal de la deuda emitida antes de 2058 a un ritmo que no puede exceder los 29.000 millones de euros anuales. Para devolverlo, en el caso de los préstamos entregados a los estados (presumiblemente unos 360.000 millones de euros) el responsable de devolver el préstamo a la UE será el país receptor. En el caso de las transferencias directas, la UE ha presentado distintos instrumentos para poder devolver el principal de los bonos emitidos para financiarlas. En primer lugar, el Consejo Europeo aprobó la introducción de un impuesto sobre los plásticos no reutilizables.<sup>6</sup> En segundo lugar, la UE ha aumentado el techo de los recursos propios en 0,6 p. p. hasta llegar al 2,0% del PNB (unos 70.000 millones de euros adicionales por año), lo que permite hacer frente a la máxima cantidad anual que se podrá repagar (recordemos, 29.000 millones de euros). Así, la UE podrá requerir a los Estados miembros que contribuyan puntualmente con hasta un 0,6% de su PNB al repago de los bonos en caso de que fuese necesario. Estos ajustes deberían permitir a la UE mantener la nota crediticia por parte de las agencias de rating.<sup>7</sup>

**¿Quién compra esta deuda?**

Si atendemos a las últimas emisiones que ha realizado la UE, dentro del marco del programa SURE, la mayoría de los compradores han sido europeos (89%), con un peso muy importante del Reino Unido y Alemania (23% y 20%, respectivamente). En cuanto al tipo de compradores, los principales han sido las gestoras de fondos y los bancos, con más del 65%. Sin embargo, es interesante destacar el papel que desempeñará el BCE, que podrá adquirir en el mercado secundario grandes cantidades de esta deuda. Recordemos que un 10% de los activos adquiridos a través del programa de compra de deuda pública (PSPP) deben ser de organismos supranacionales dentro de la eurozona. Además, para este tipo de instituciones el límite de emisor que aplica no es del 33% sino del 50%, lo que sugiere que la UE no estará falta de demanda para sus emisiones.

**¿Cuánto representará la deuda de la UE dentro del total de deuda con grado de inversión?**

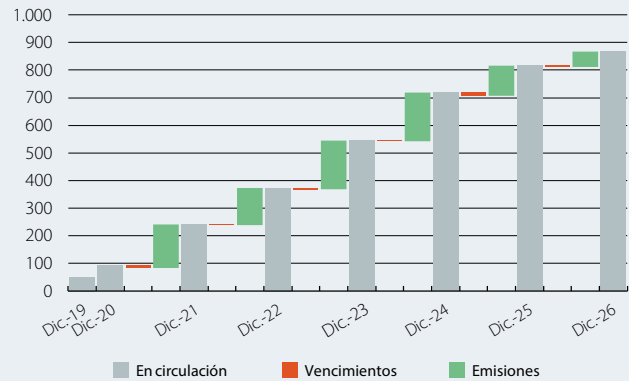
En la actualidad, la deuda de la UE sobre el total de deuda soberana con grado de inversión denominada en euros

6. También se están barajando como nuevas fuentes de ingresos un ajuste del sistema europeo de las emisiones de dióxido de carbono (EU ETS) y un posible impuesto digital.

7. Fitch y Moody's valoran a la UE con la máxima nota crediticia (AAA) mientras que S&P la sitúa un escalón por debajo (AA), aunque con rating positivo desde julio de 2020.

**Títulos de deuda en circulación emitidos por la UE**

(Miles de millones de euros)



**Nota:** Asumimos que la UE emite deuda por valor de 750.000 millones. Un 13% se desembolsa en 2021 y el resto se desembolsa durante los tres años posteriores a la aprobación de los proyectos (70% entre 2021 y 2022 y 30% en 2023).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

supone alrededor del 1%. Si acaba emitiendo las cantidades comentadas anteriormente, en 2027 la UE puede pasar a tener un rol más significativo en el mercado de deuda pública, con más de un 8%. Además, en los años donde más concentre la emisión de deuda (presumiblemente 2023 y 2024), la UE podría acaparar más del 15% de las emisiones de deuda anuales.

**Con esta irrupción en el mercado, ¿cómo se verán afectados los tipos de interés en la eurozona?**

En primer lugar, el incremento de la deuda comunitaria no debería ser un impedimento para que la UE pueda continuar colocando sus emisiones a un coste de financiación muy bajo, pues se trata de una deuda con elevada calidad crediticia y, con un aumento de la oferta, mejorará su liquidez en los mercados.

En segundo lugar, también es relevante el impacto que la irrupción de un jugador con un papel tan significativo puede tener sobre los otros tipos de interés soberanos. Por un lado, en la medida que la deuda alemana continúe siendo un activo refugio, no debería verse muy afectada por la irrupción de la deuda comunitaria. Por otro, el aumento de la oferta de bonos sí podría presionar algo a los tipos de interés de aquellos países de la eurozona con perfiles de crédito similares (por ejemplo, Francia, Austria o los Países Bajos). Pero probablemente domine el «efecto confianza» (especialmente beneficioso para los países periféricos): como hemos visto desde que se anunció el NGEU, la mayor confianza en el proyecto europeo ha comportado una notable compresión de las primas de riesgo soberanas.

Ricard Murillo Gili