

La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

Fundación Rafael del Pino. 26 de Mayo, 2020.

Luis Garicano

Miembro del Parlamento Europeo

Vicepresidente de Renovar Europa para asuntos económicos

Profesor de Economía y Estrategia, IE Business School (en excedencia)

**Se permite el uso de estas diapositivas o del material en ellas siempre que sea adecuadamente citada la fuente.*

La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

Impacto Económico

Un poco de historia sobre los efectos de las pandemias

- La plaga de Justiniano (540-541) impidió que el imperio bizantino conquistara zonas claves del Imperio Romano de Occidente
- La Peste Negra 1347-1352 aumentó los salarios en términos reales y puso fin al feudalismo.
- La Peste Italiana de los años 1629-1631 llevó a la creación de la primera moneda de curso legal fiduciaria emitida por el Estado
- Más recientemente, Barro et al. estiman que la gripe de 1918-1920 el real per cápita en un 6,0% a 8,4% de media
- ¿Cuáles serán los efectos del Coronavirus?

Alfani, G., and Murphy, T.,E. 2017. Plague and Lethal Epidemics in the Pre-Industrial World. *The Journal of Economic History*, 77(1), 314-343.

Barro, R., Ursua, J. and Wang, J., 2020. [Coronavirus meets the Great Influenza Pandemic](#). *Vox.eu CEPR*

Ugolini, S (2017), *The evolution of central banking: theory and history*, Palgrave Macmillan.

¿En qué se diferencia una pandemia de una economía de guerra?

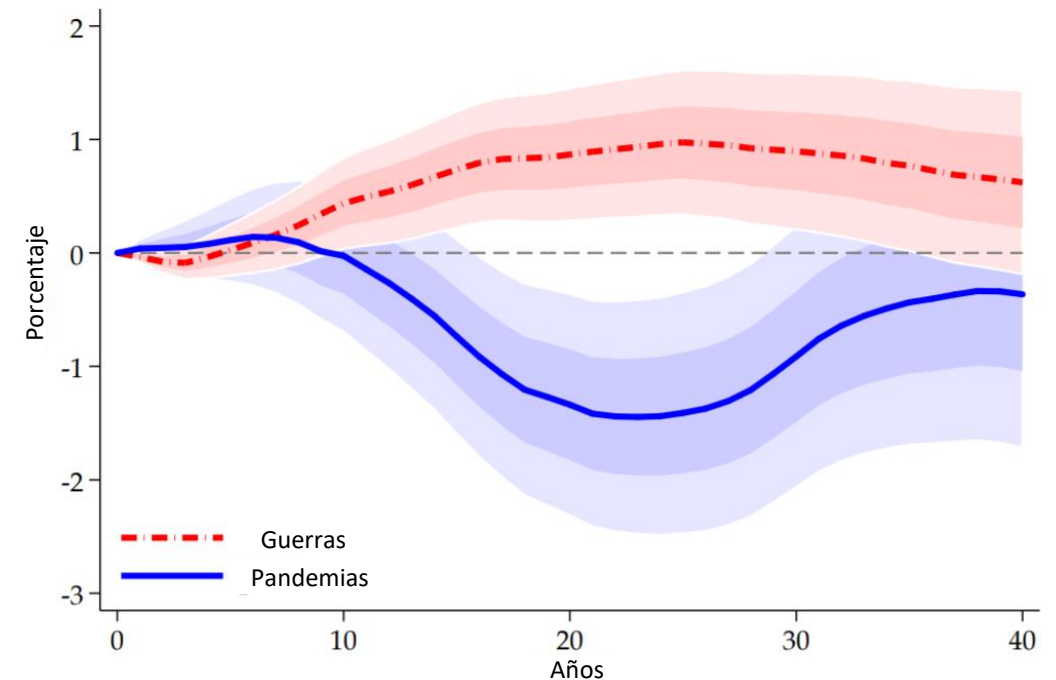
Lo bueno

- El capital físico permanece intacto y relativamente pequeñas pérdidas en el capital humano.
- Aumenta el ahorro (y por tanto la inversión)
- Históricamente da lugar a un aumento de los sueldos

Lo malo

- En una guerra, la demanda aumenta por los gastos del gobierno ganar la guerra
- La rentabilidad de los activos disminuye fuertemente

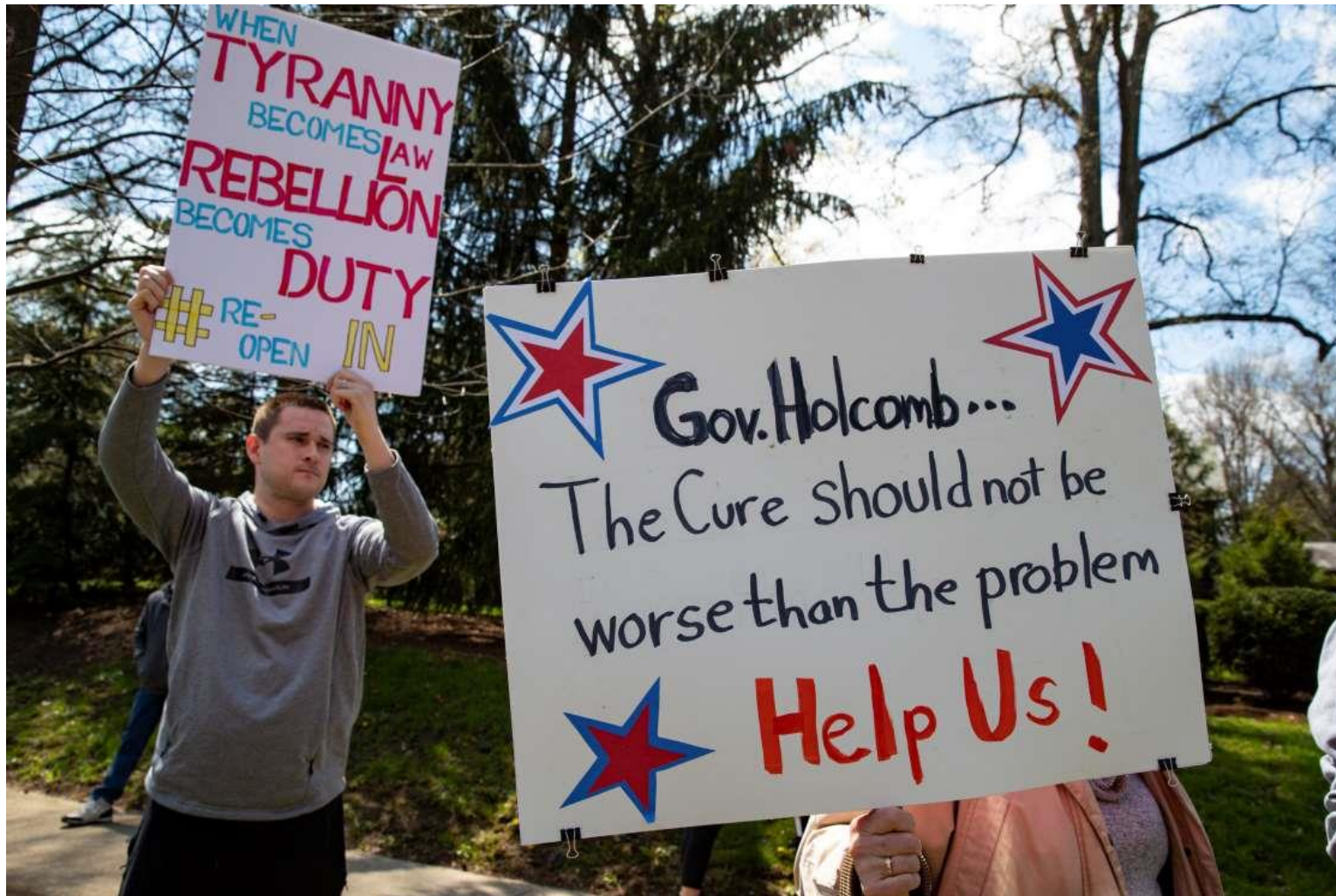
Figure 5: Response of the European real natural rate of interest following pandemics and wars



Fallo de mercado: El virus como externalidad negativa

- Los infectados no internalizan el efecto de sus decisiones sobre la propagación del virus
- Cada persona toma las tasas de infección de toda la economía como un hecho
- Si las personas piensan que es probable que se infecten eventualmente, reducen sus incentivos para ser cuidadosos hoy: **El efecto del fatalismo:** “Prefiero contagiarme ahora que después”
 - Si la externalidad es lo suficientemente grande puede haber un incentivo a infectarse lo antes posible.

Fallo de mercado: El virus como externalidad negativa



Associated Press.

La necesidad de congelar

- Internalizar las externalidades da cabo a una carrera entre la oferta y la demanda.
- Al mismo tiempo, una pandemia es como un terremoto sin fin. ¿No empezarías a reconstruir casas cuando el terremoto se detenga? ¡Pero no se detiene!
- El efecto multiplicador entre la incertidumbre epidemiológica, económica y los riesgos de liquidez

La carrera entre la oferta y la demanda

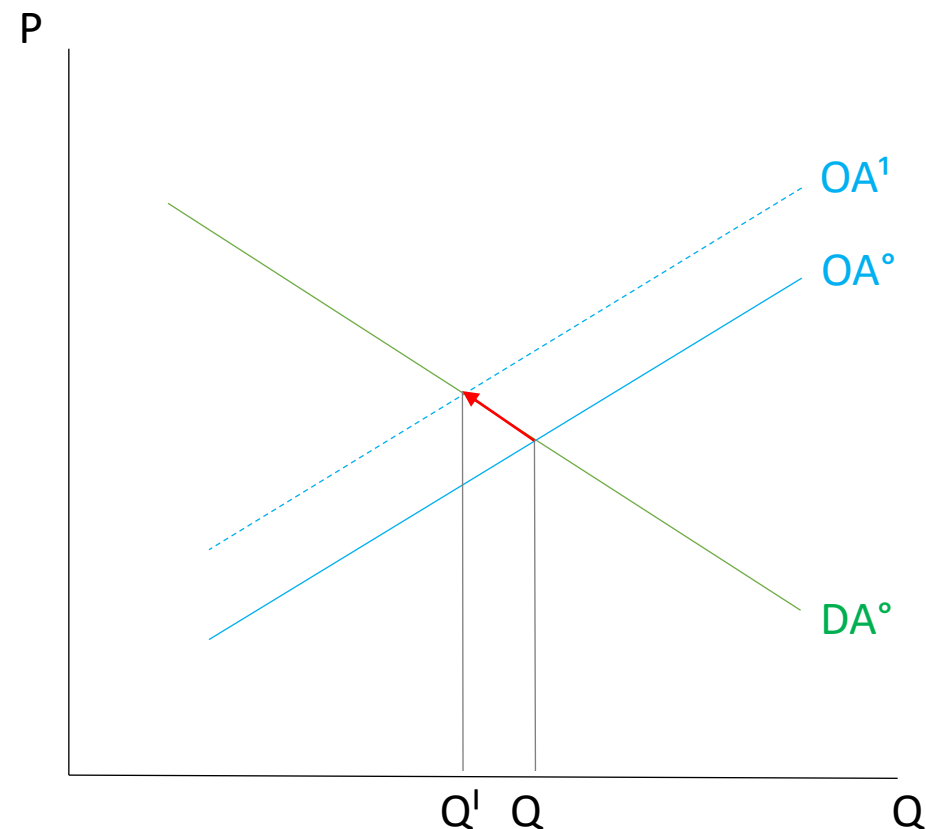
Al principio, el COVID-19 puede parecer como un shock en la oferta:

- Interrupción de las cadenas de suministro mundiales
- La cuarentena y el distanciamiento social disminuyen el número de horas trabajadas

La Oferta Agregada (OA) se mueve de OA° a OA^1

Diferente a crisis previas:

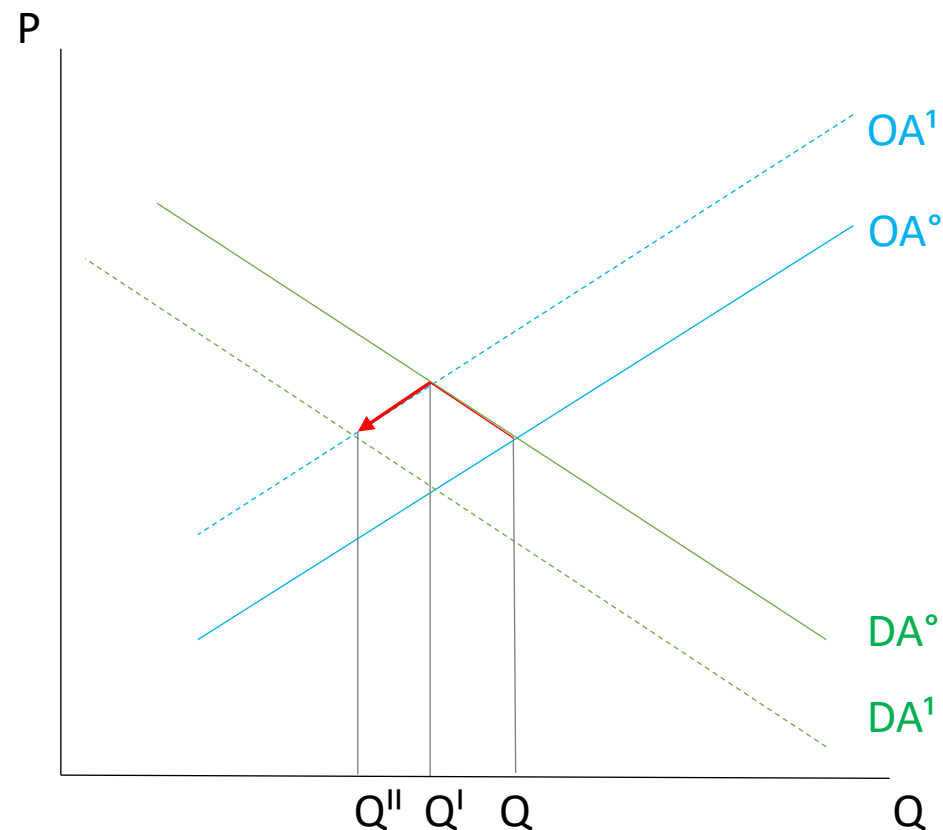
- Gran recesión de 2007-09: el origen del shock en la oferta fue en el sector financiero
- Guerras/catástrofes naturales: el origen del shock en la oferta es la destrucción de la infraestructura o la pérdida permanente a gran escala de la fuerza de trabajo.



La carrera entre la oferta y la demanda

Luego se materializa el efecto sobre la demanda :

- Incertidumbre sobre el progreso del virus
- Incertidumbre sobre las políticas económicas de ayuda
- Los trabajadores no permanentes pierden ingresos, especialmente aquellos en el sector hostelero y la industria
- Los hogares aumentan los ahorros por precaución
- Las empresas desconfían de invertir hasta que la situación se aclare; también carecen de liquidez para hacerlo



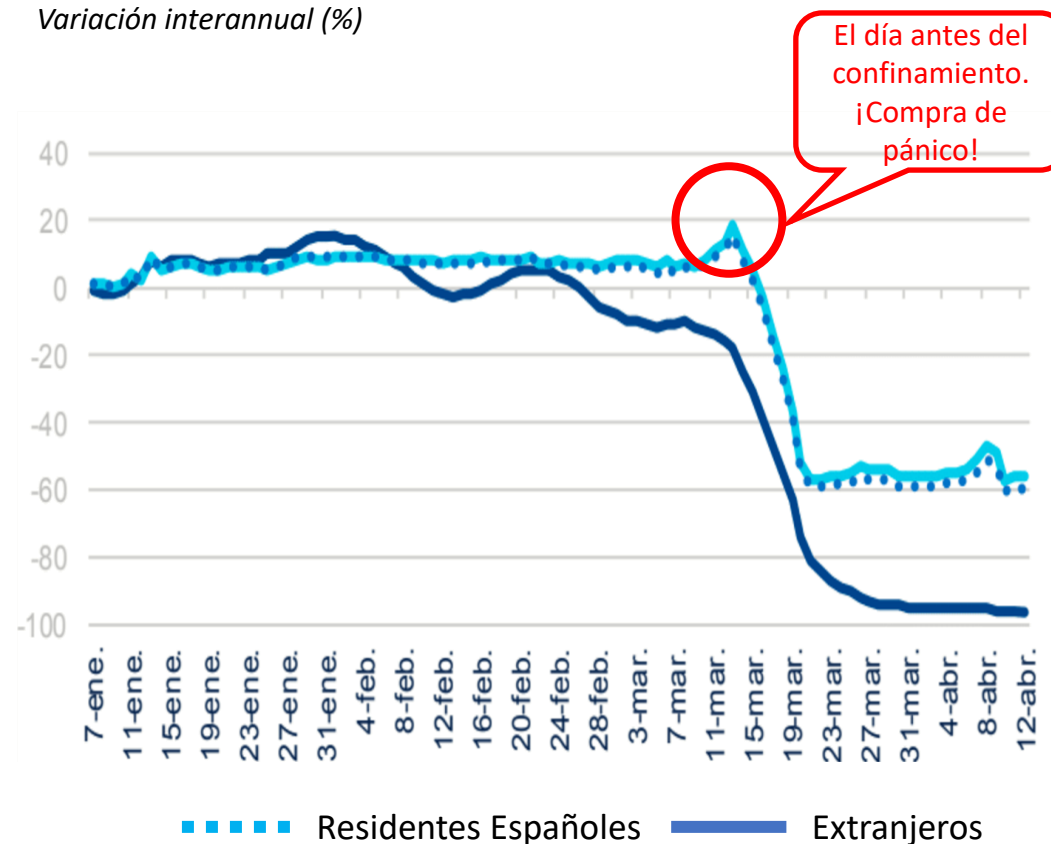
Evolución de los gastos de los hogares

Los hogares alteran radicalmente sus gastos

- Inicialmente sus gastos aumentan, en particular en la venta al por menor, los gastos con tarjetas de crédito y los artículos de alimentación.
- Mayores niveles de distanciamiento social son asociados a la disminución de los gastos.
- Después de esto aumentan sus ahorros por la incertidumbre

Gasto semanal medio de los hogares

Variación interanual (%)



Baker, S., Farrokhnia, R., Meyer, S., Pagel, M. and Yannelis, C., 2020. [How does household spending respond to an epidemic? Consumption during the 2020 covid-19 pandemic](#). NBER, No. 26949

BBVA Research, 2020. [España: Efectos De La COVID-19 En El Consumo A Través De Las Operaciones Con Tarjeta Bancaria](#).

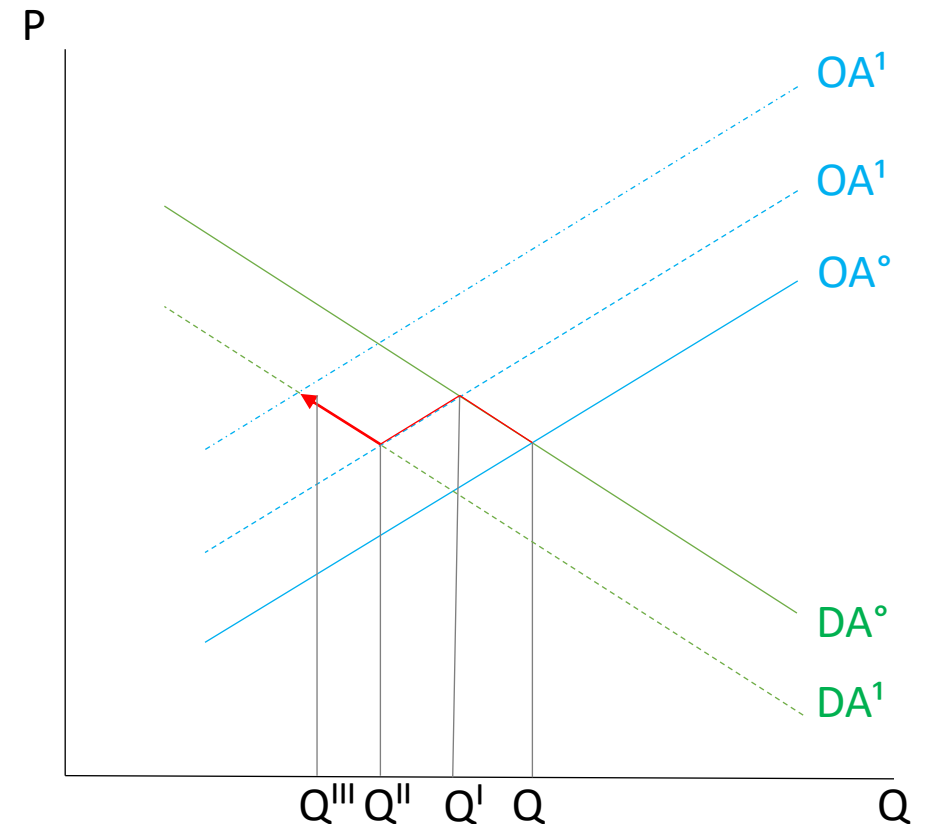
Luis Garicano, MEP

La carrera entre la oferta y la demanda

El bucle vuelve a la oferta:

- Las empresas (especialmente las que dependen más del efectivo) carecen de liquidez para cumplir sus compromisos junto con una menor demanda y, por lo tanto, se ven obligadas a declararse en quiebra
- Los trabajadores pierden ingresos, desincentivando la demanda y conduciendo a una recesión de déficit de demanda

El bucle entre la oferta y la demanda y la oferta es similar a la crisis financiera, aunque la incertidumbre es sobre la pandemia.



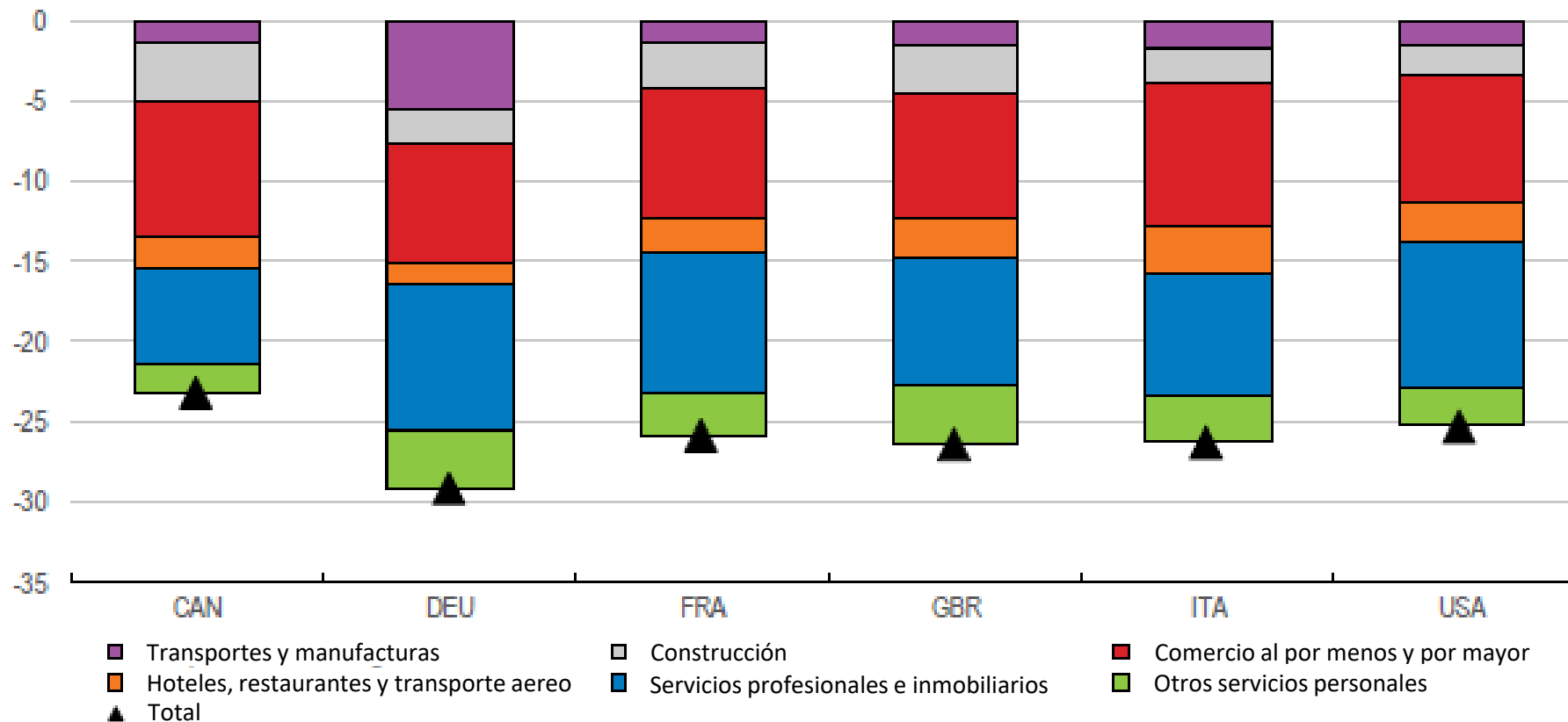
Surico, P. and Galeotti, A., 2020. [The Economics Of A Pandemic: The Case Of COVID-19](#).

Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. and Werning, I., 2020. [Macroeconomic implications of COVID-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?](#). NBER, No. 26918.

Caidas potenciales del PIB a las que nos enfrentamos

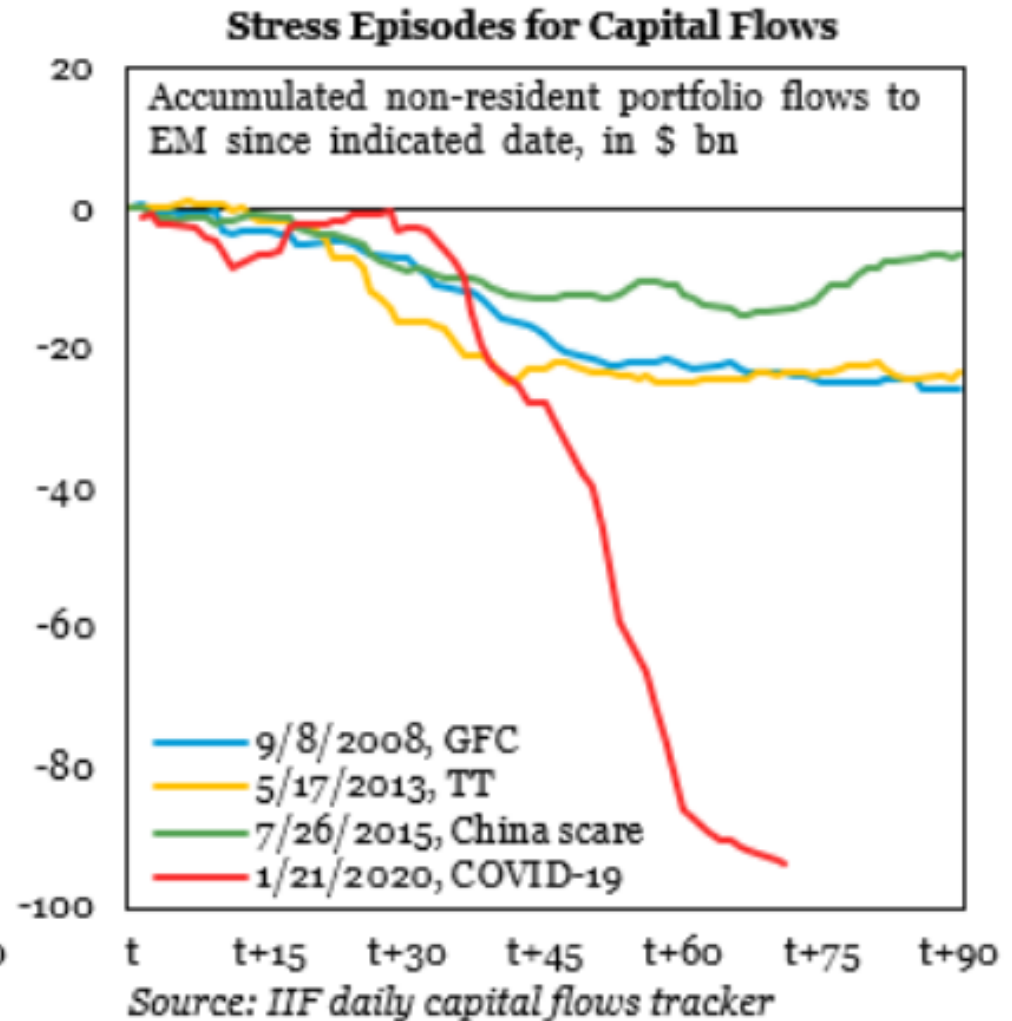
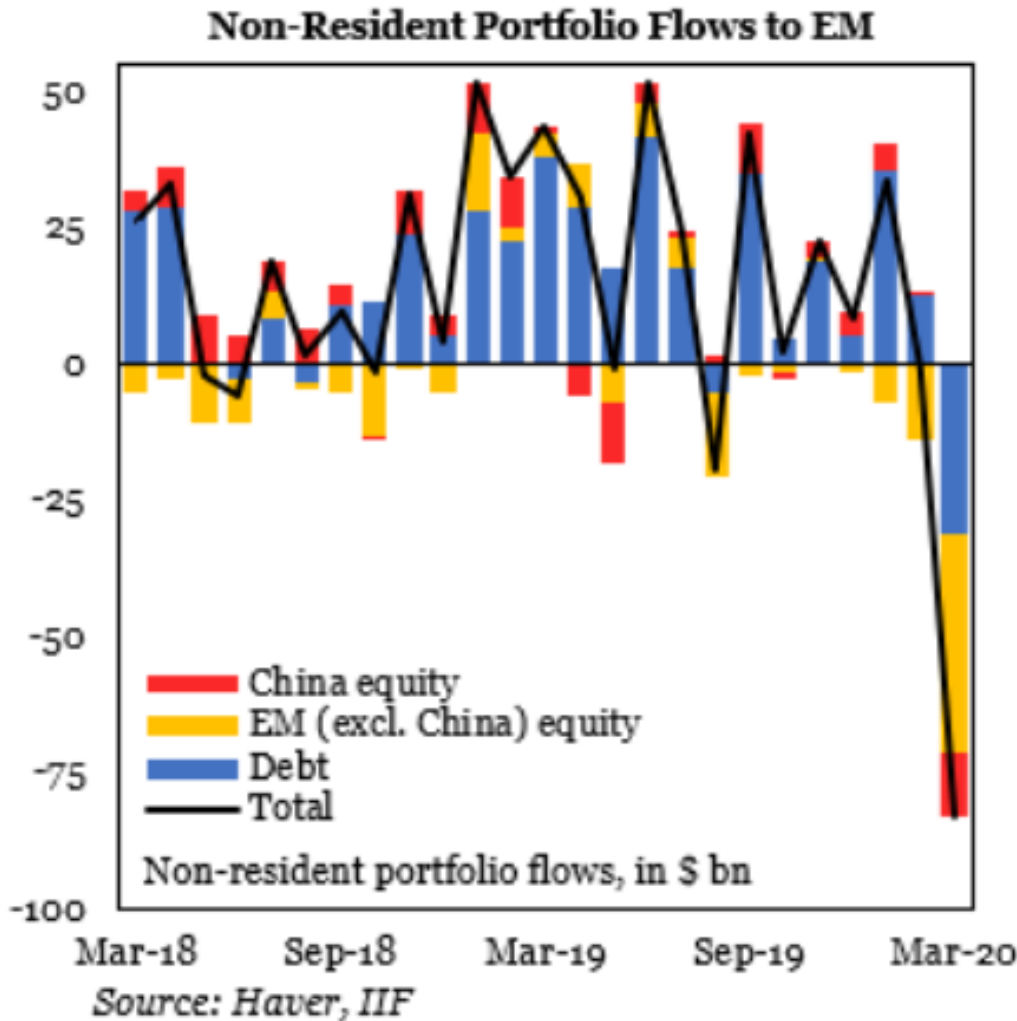
Posible impacto inicial de los cierres parciales o completos en las economías del G7

% del PIB a precios constantes



OECD, 2020. [Evaluating the initial impact of COVID containment measures on activity.](#)

El capital huye de los mercados emergentes



Gran aumento de la deuda (¿Sostenible?)

- Los gobiernos están tratando de reemplazar el PIB perdido
- Cálculos rápidos:
 - Asume que el PIB cae un 50% en T2, un 25% en T3 y vuelve a la normalidad en el T4.
 - Esto implica una caída del 10% del PIB durante el año; lo que los gobiernos tienen que cubrir
 - ¡Evitar la caída del PIB traerá un aumento de 20 puntos en la deuda sobre el PIB!

Una economía congelada en teoría		
	Año 1	Año 2
Deuda	100	110
PIB	100	90
Ratio	100%	122%

Gran aumento de la deuda (¿Sostenible?)

Deuda sobre el PIB	2019	2020 Proy.	Diferencia
Reino Unido	75%	86%	11%
Estados Unidos	84%	107%	23%
Japón	154%	169%	15%
Alemania	41%	49%	8%
Francia	90%	107%	17%
España	81%	98%	17%
Media Global	77%	94%	18%
Zona Euro	69%	81%	12%
G7	88%	107%	19%
G20	83%	101%	18%

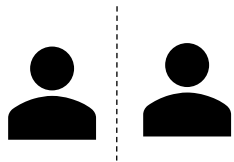
¿Cuánto durará?

Cuatro escenarios

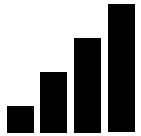
Cuatro escenarios potenciales: Caso base



El confinamiento termina en verano



El distanciamiento social sigue durante 6-12 meses



El rebrote en invierno se considera controlable



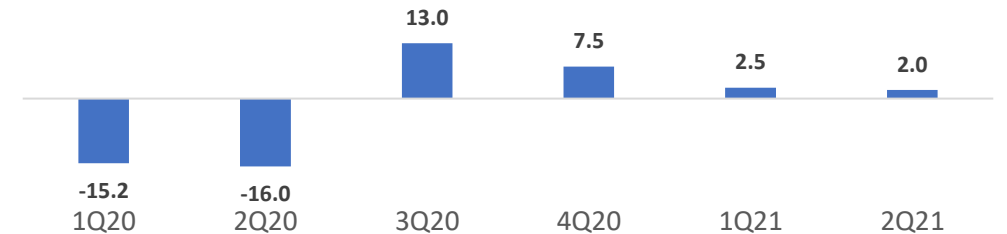
El teletrabajo se mantiene siempre que sea posible



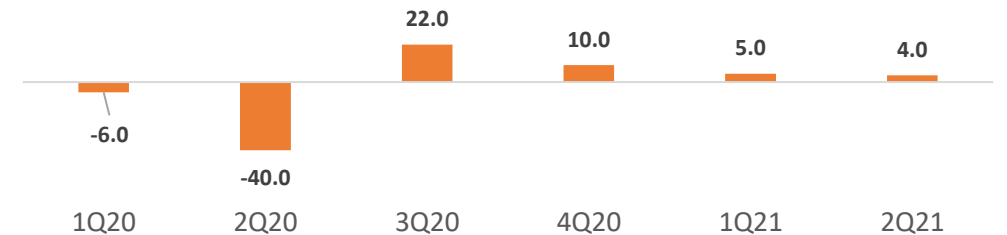
Viajes a nivel mundial siguen siendo restrictivos

Caso base: Crecimiento del PIB

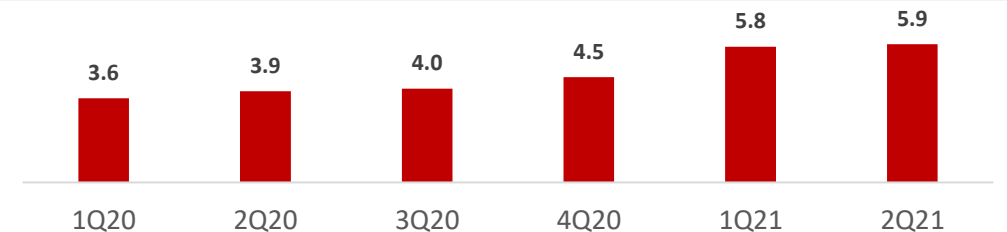
Europa



EEUU



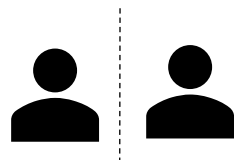
China



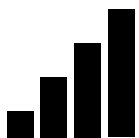
Cuatro potenciales escenarios: confinamiento en invierno



El confinamiento termina en verano pero vuelve en invierno.



El distanciamiento social sigue durante 12 meses



El rebrote de invierno no se controla



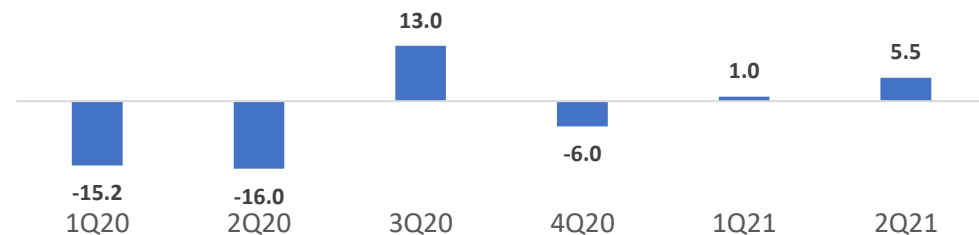
El teletrabajo se mantiene siempre que sea posible



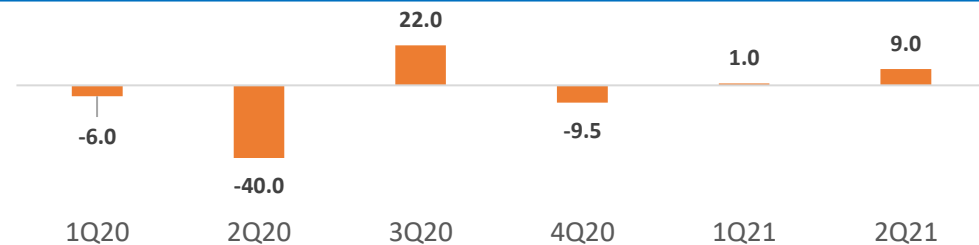
Viajes a nivel mundial siguen siendo restrictivos

Confinamiento en invierno: Crecimiento del PIB

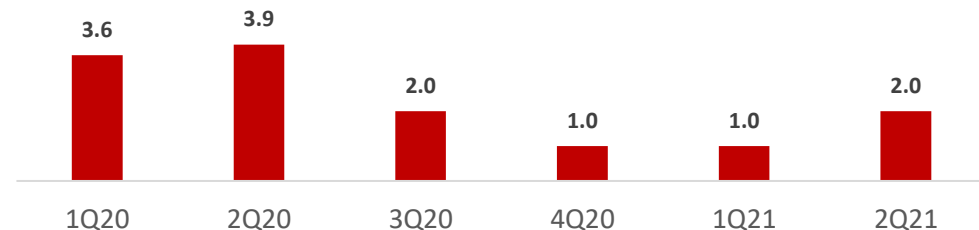
Europa



EEUU



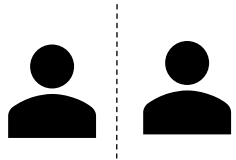
China



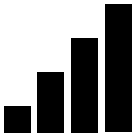
Cuatro potenciales casos: siendo optimistas



El confinamiento termina en verano



El distanciamiento social se elimina progresivamente durante el verano



El rebrote de invierno parece menos probable



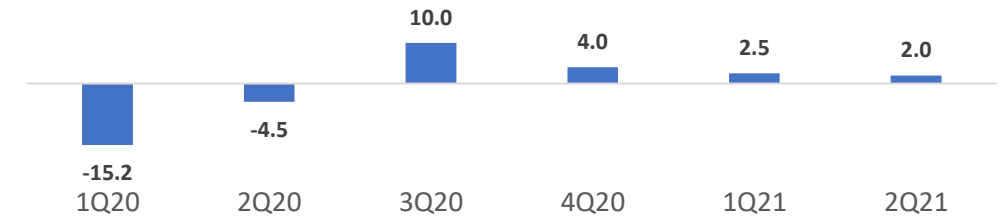
El teletrabajo se mantiene siempre que sea posible



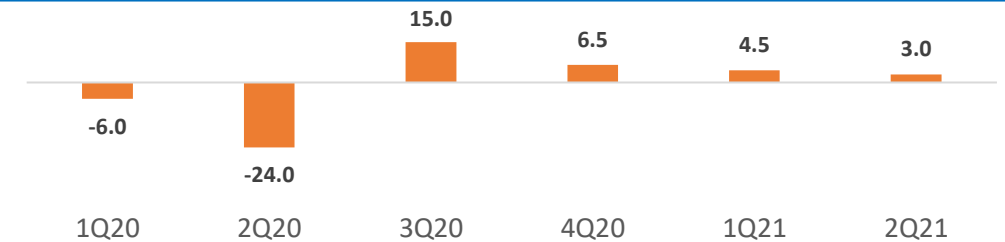
Los viajes a nivel mundial vuelven a ser casi normales

Mejor escenario: Crecimiento del PIB

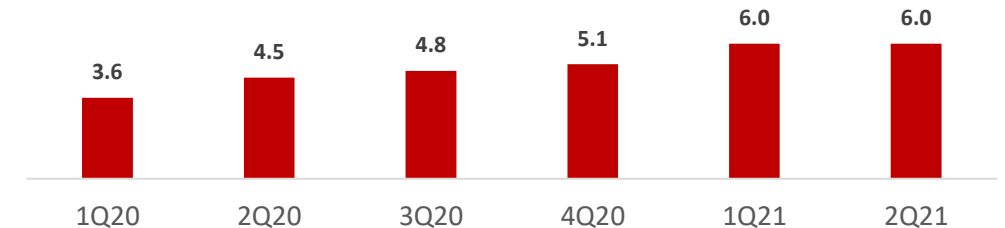
Europa



EEUU



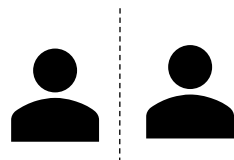
China



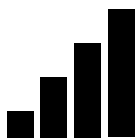
Cuatro potenciales escenarios: siendo pesimistas



El confinamiento se mantiene en gran medida hasta el final del año.



El distanciamiento social continua durante 12-18 meses



El rebrote de invierno no es controlable



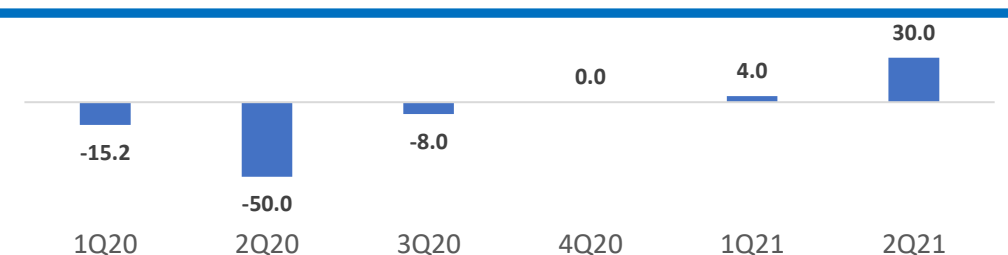
El teletrabajo se mantiene en siempre que sea posible



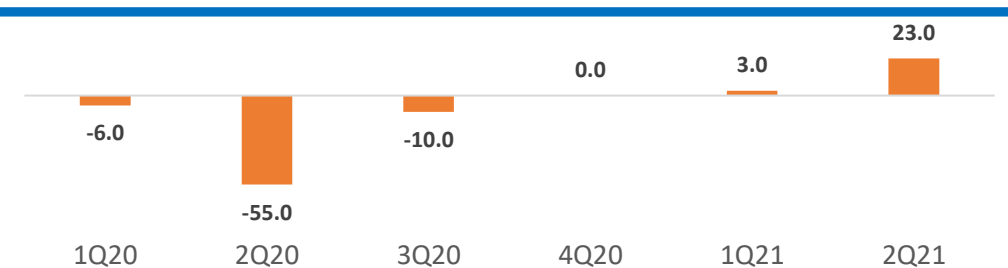
Los viajes a nivel mundial siguen siendo restrictivos

Peor escenario: Crecimiento del PIB

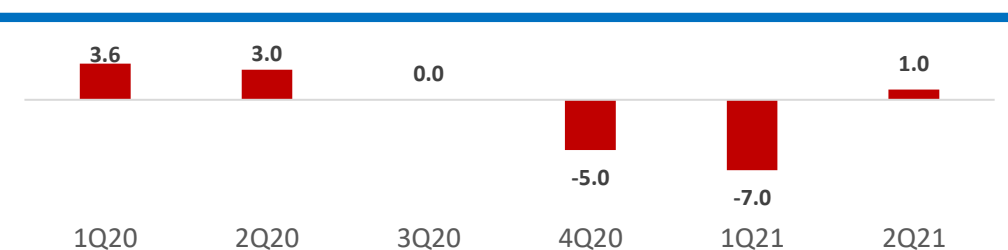
Europa



EEUU



China

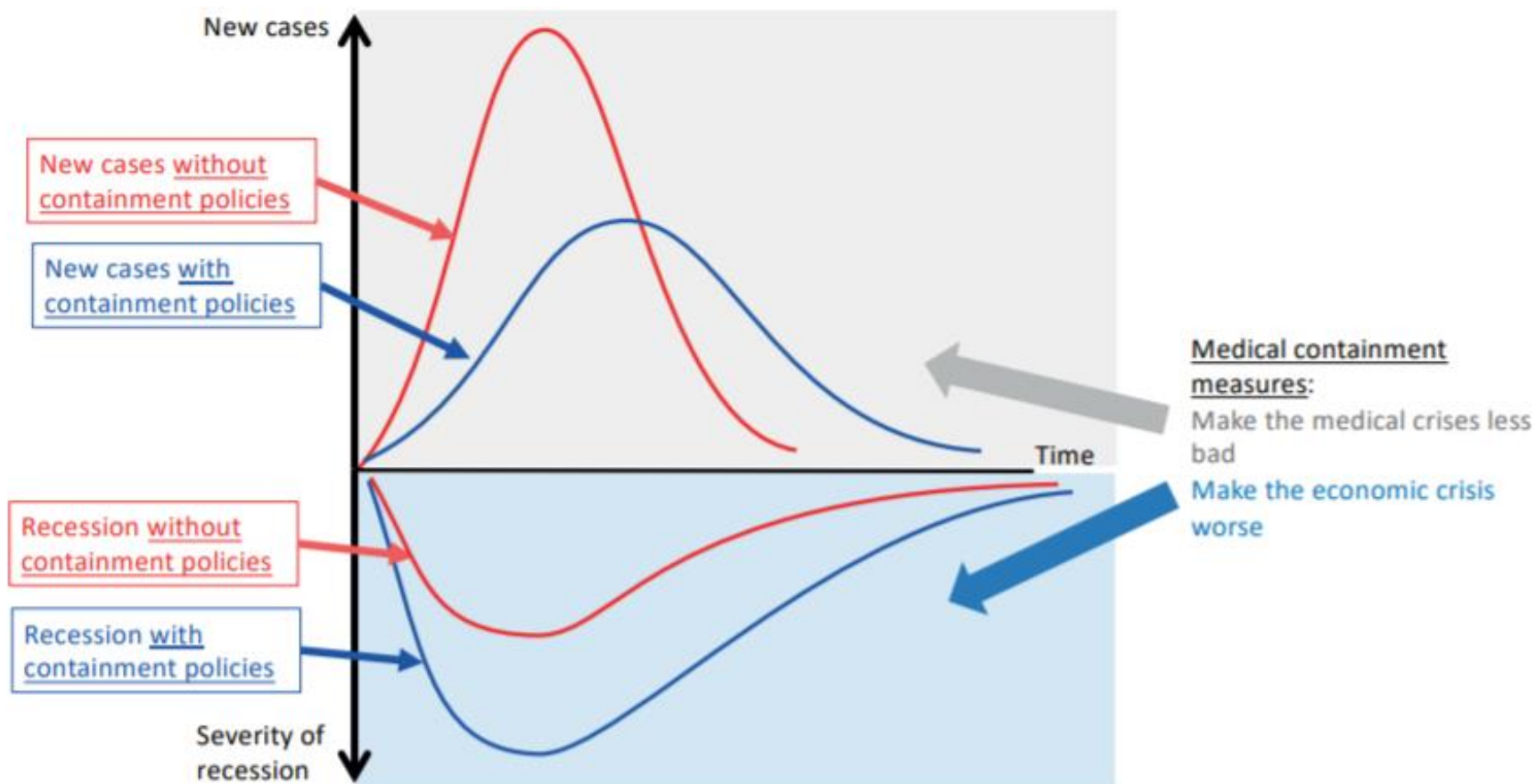


La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

Objetivos de las medidas

Sanidad y economía: la historia de dos curvas

Las políticas de contención aplanan la curva médica, pero empeoran la curva de recesión



Baldwin, R. and Weder di Mauro, B., 2020. Introduction. *VOX.eu CEPR Book [Mitigating the COVID economic crisis: Act fast and do whatever it takes](#)*

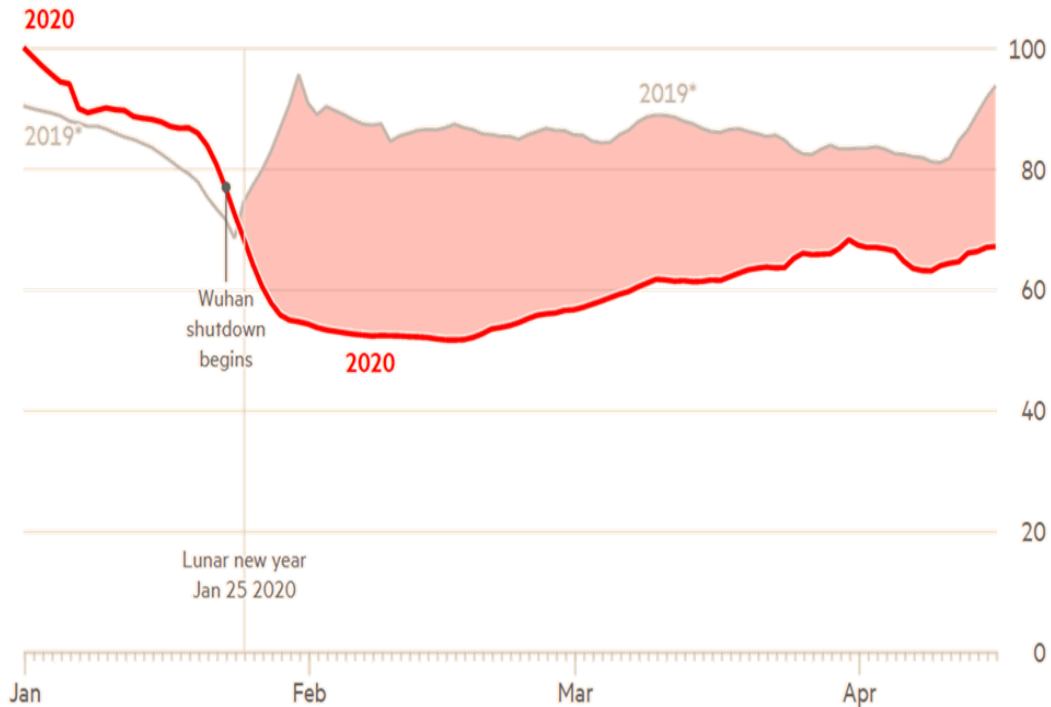
Gourinchas, P., 2020. Flattening the pandemic and recession curves. *Vox.eu CEPR Book [Mitigating the COVID economic](#)*

[crisis: Act fast and do whatever it takes](#)

El objetivo: una recuperación en forma de V

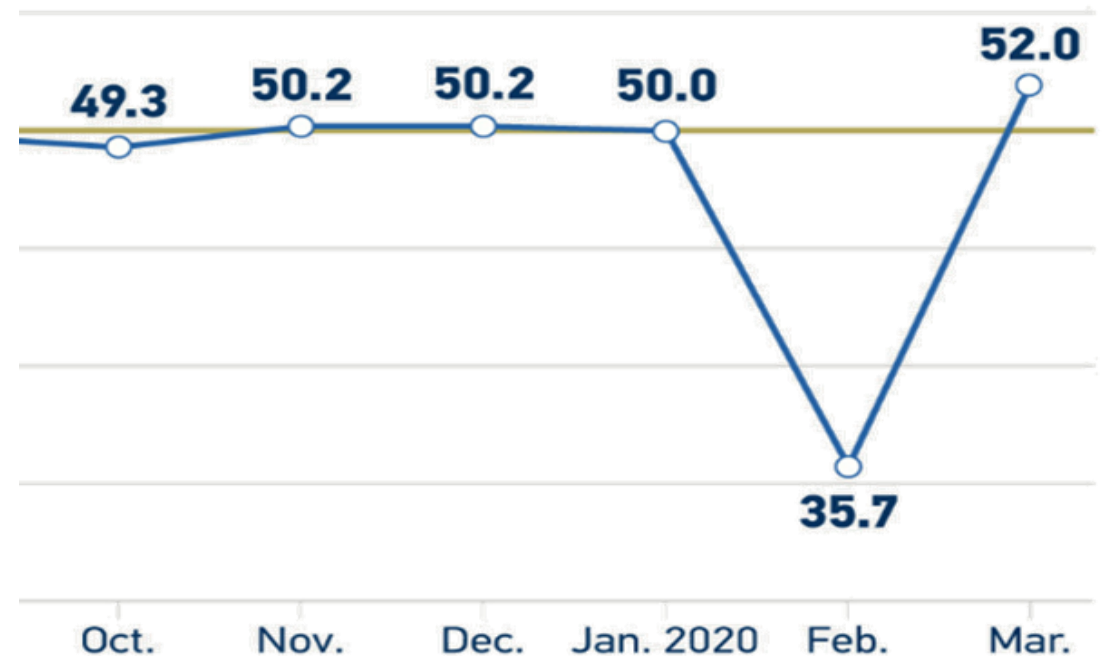
Indice de Actividad Económica

(Enero 1 = 100)



Indice de Compras de Manufactura de China

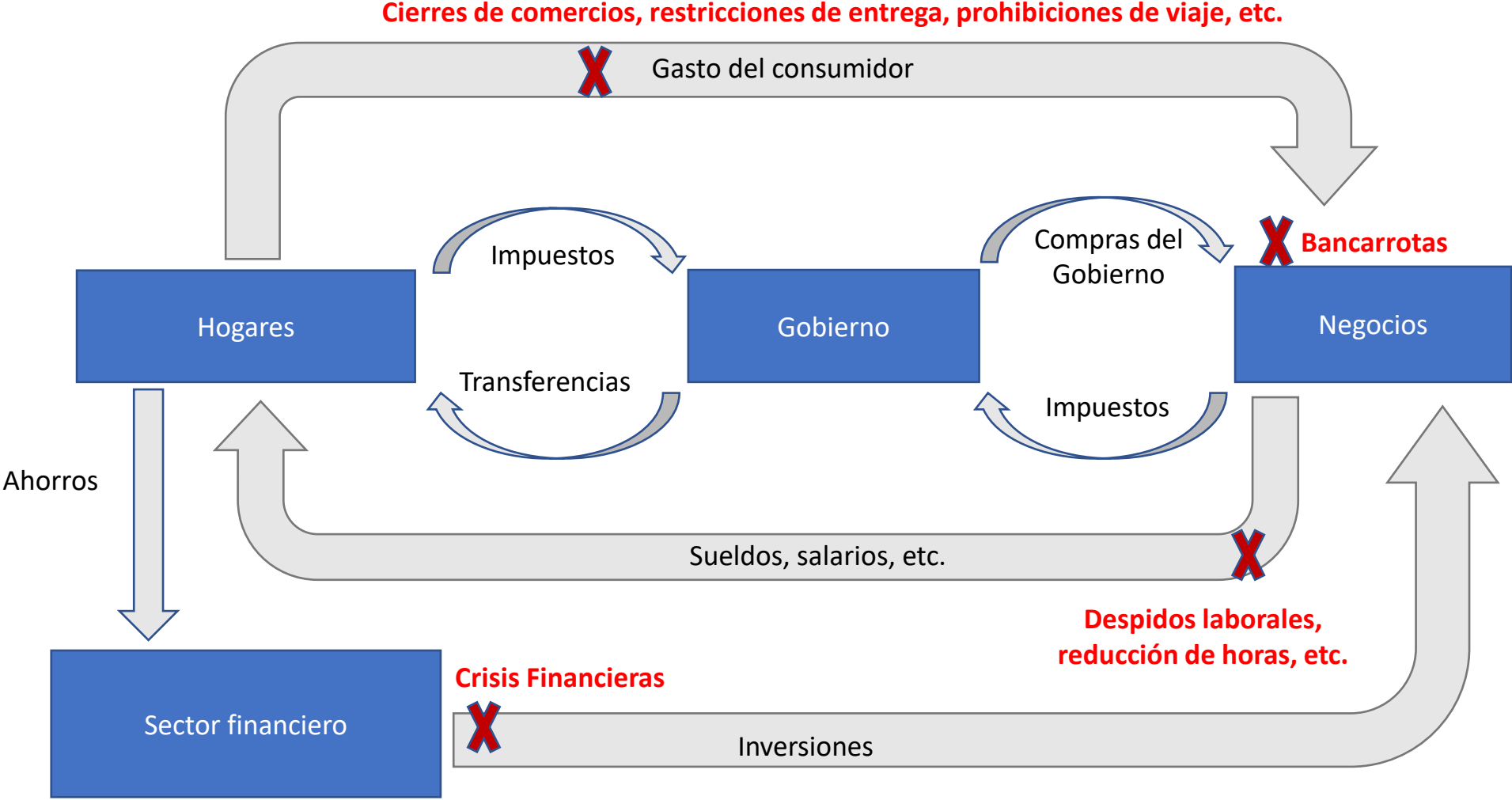
Por debajo de 50 presenta contracción, por encima de 50 expansión



Mitchell, T. and Liu, X. 2020. [China's economy: the risk of a second coronavirus wave](#). Financial Times.

Sdchina.com. 2020. [China's Manufacturing Sector Sees V-Shaped Recovery In March](#).

El flujo circular de la economía



Basado en Baldwin, R and B Weder di Mauro (2020b), *Vox.eu CEPR Book [Mitigating the COVID economic crisis: Act fast and do whatever it takes](#)*

Tres objetivos inmediatos

1. Proteger a los trabajadores e ingresos

- Incluso estando en cuarentena y con obligación de quedarse en casa, los hogares deben de poder hacer frente a gastos básicos

2. Asegurar que las firmas aguanten el chaparrón sin caer en la bancarrota

- Facilitar los préstamos, suspender temporalmente el pago de impuestos o cotizaciones a la S.S., o proporcionar apoyo financiero directa si es necesario

3. Apoyar el sistema financiero

- La morosidad de préstamos aumentará y la liquidez desaparecerá

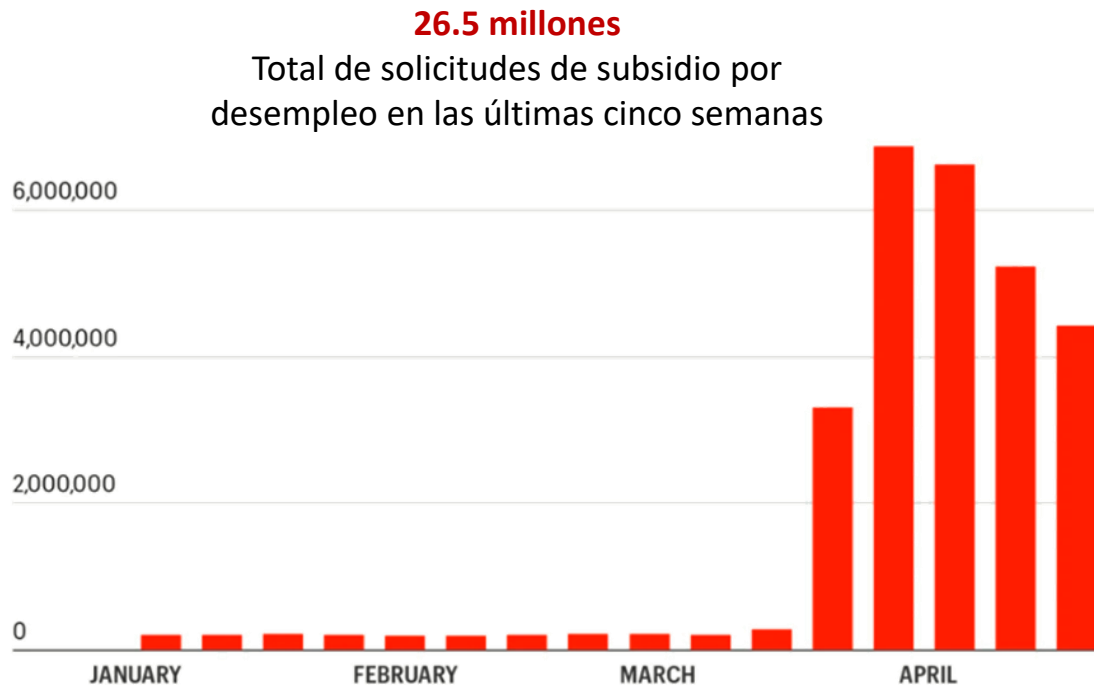
La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

Proteger a los trabajadores y sus ingresos

El desempleo se dispara

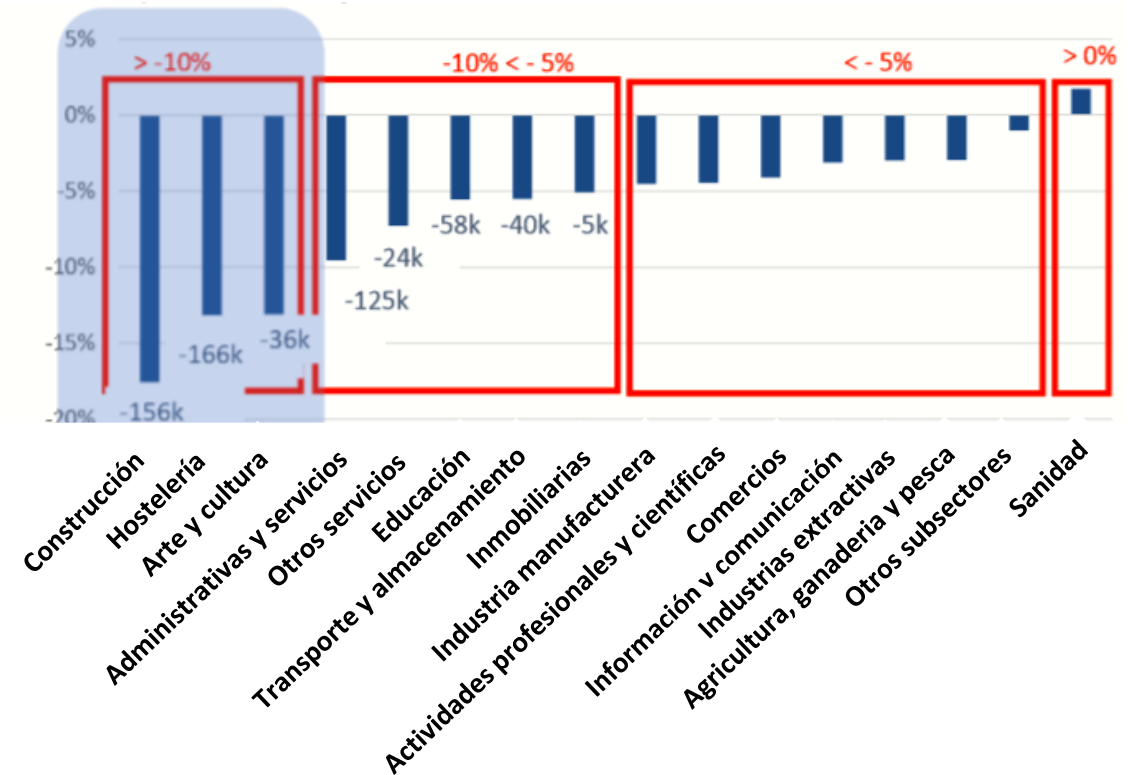
Registros para subsidios por desempleo, EEUU

Registros semanales para subsidios por desempleo



Empleos más afectados por el Coronavirus en España

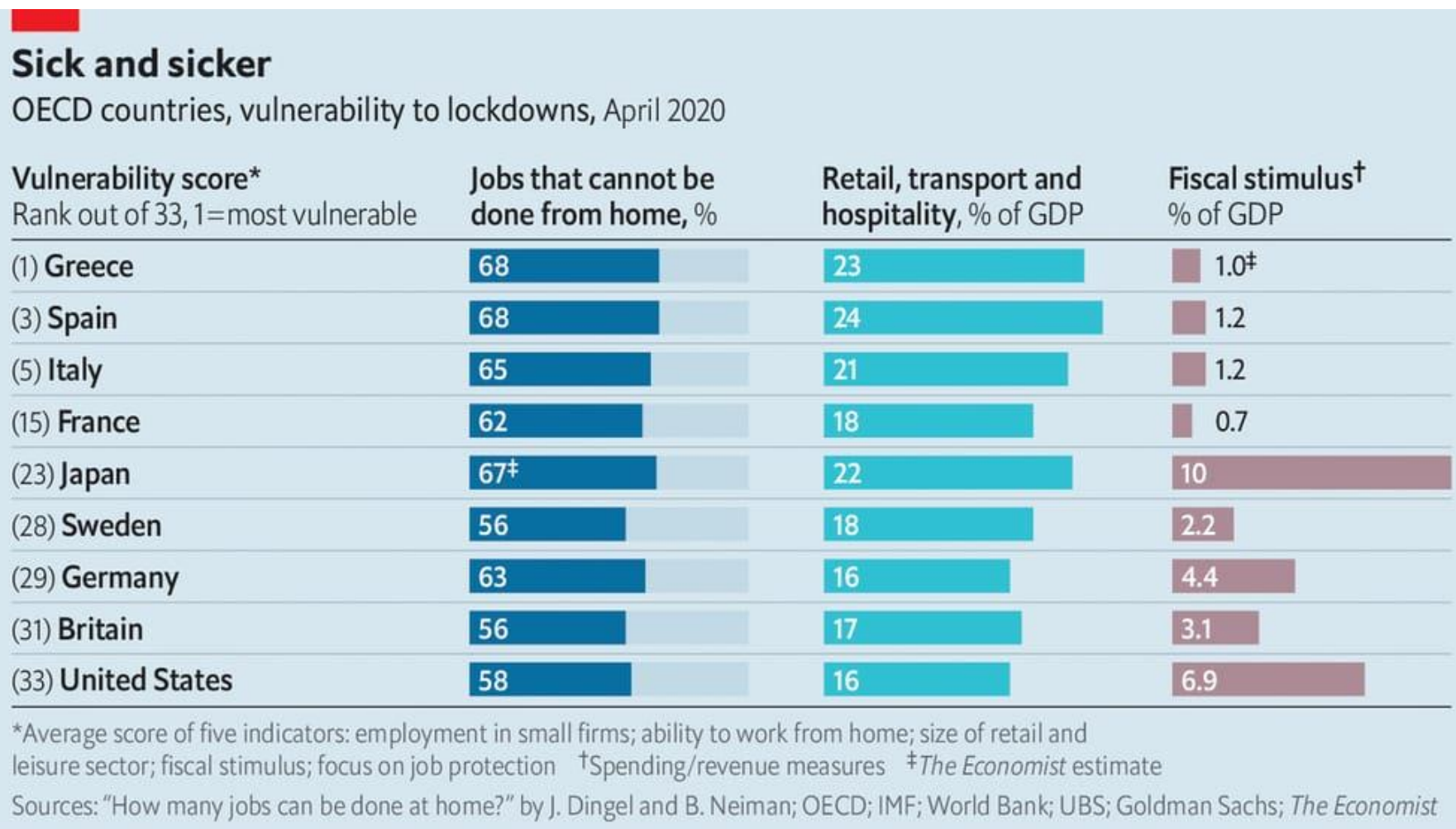
Numero de empleos perdidos



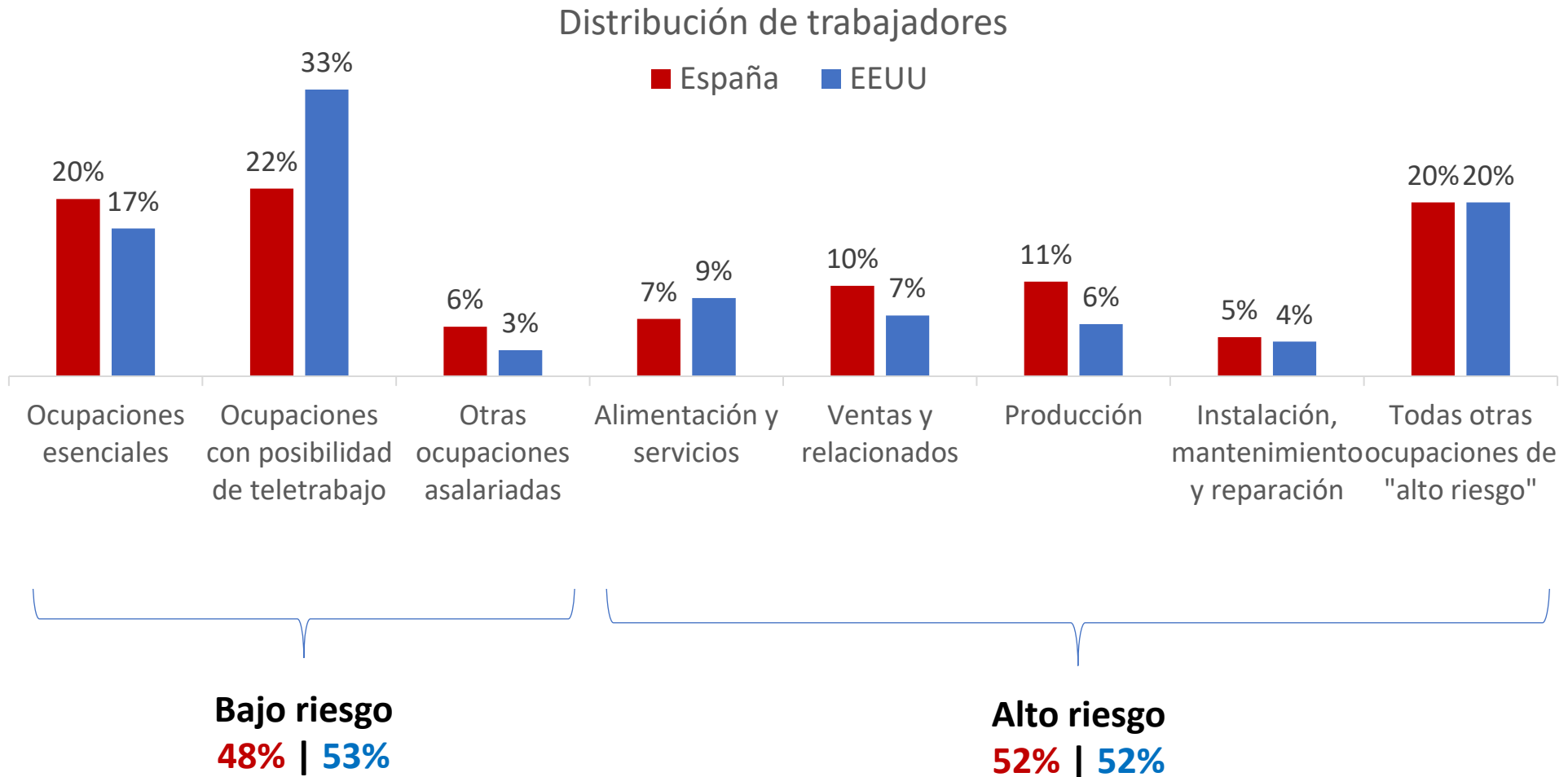
Lambert, L., 2020. [Real Unemployment Rate Soars Past 20%—And The U.S. Has Now Lost 26.5 Million Jobs](#). Fortune.com

Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, 2020. *Impacto Económico Del COVID-19 En El Mercado De Trabajo (as of 15th of April, 2020)*

Disparidad en el impacto de la crisis



¿Sobre qué empleos?



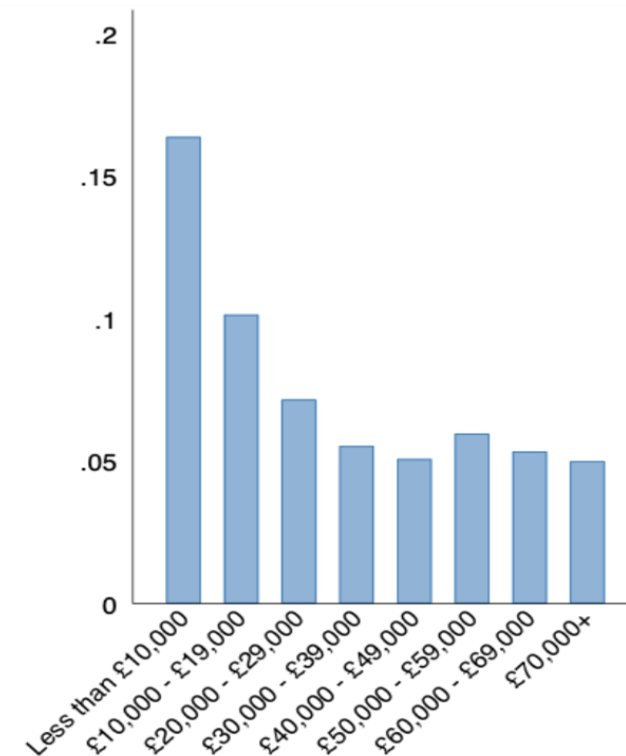
Aumento de la desigualdad

- Dingel y Neiman (2020) estiman que el 37% de los trabajos se podrían hacer desde casa
- Según estadísticas de la Oficina de Empleo US (BLS) en torno a un 29%
- Muy correlacionado con los ingresos

Percentil salarial	Se puede realizar desde casa
Percentil 0-25	9,2%
Percentil 25-50	20,1%
Percentil 50-75	37,3%
Percentil 75-100	61,5%

Porcentaje de empleos perdidos debido a Covid-19

En Reino Unido



U.S. Bureau of Labor Statistics, 2019. [Workers Who Could Work At Home](#). United States Department of Labor.

Dingel, J. and Neiman, B., 2020. [How many jobs can be done at home?](#) NBER, No. 26948

Adams-Prassl, A., Boneva, T., Golin, M. and Rauh, C., 2020. [The large and unequal impact of COVID-19 on workers](#). Vox.eu

Cuatro herramientas para el mercado laboral

Baja remunerada por enfermedad

Ampliación del seguro de desempleo

Subsidios salariales

Políticas de protección de empleo

- Ampliamente utilizada, se estima que constituye el 28% de todas las medidas de protección social a nivel mundial.
- Se ha implementado donde no existía y se ha expandido donde sí
- El enfoque americano. Ampliar la elegibilidad y las tasas de reemplazo (incluso más allá del 100% en algunos Estados)
- El enfoque asiático (Singapur, China, Japón). Los gobiernos financian un porcentaje de los salarios, a veces utilizando para ello los fondos del Seguro de Desempleo
- El enfoque europeo. **¡El objetivo es congelar las relaciones laborales!** Los desempleados no pueden seguir buscando trabajo hoy.

Quah, D., 2020. *Singapore's Policy Response To COVID-19*. [Vox.eu CEPR Book Mitigating the COVID economic crisis: Act fast and do whatever it takes](https://www.vox.eu/2020/04/2020-04-20-singapore-policy-response-to-covid-19/).

Koeze, E., 2020. *The 600\$ Unemployment Booster Shot, State By State*. The New York Times.

Gentiloni, U., Almenfi, M., Orton, I. and Dale, P., 2020. *Social Protection And Jobs Responses To COVID-19*. World Bank.

Programas de “trabajo reducido” (Kurzarbeit)

Experiencias previas

- Muchos países europeos tienen este tipo de programas desde principios del siglo XX (Alemania, Austria, Holanda, Suecia).
- Las empresas se comprometen a no despedir a los trabajadores pero reducen sus horas. El Estado compensa parcialmente a los trabajadores por sus salarios perdidos
- Se ha demostrado que son más eficaces cuando las empresas tienen limitaciones de liquidez y se enfrentan a un shock temporal.

¡Momento de manual!

Pros:

- Reduce los despidos y mantiene la relación entre el trabajador y el empleador
- El empleador y el Estado pagan menos en concepto de subsidio de desempleo.

Cons:

- Podría reducir ineficientemente la redistribución de la mano de obra a sectores más productivos.
- La negociación a nivel de la empresa puede proporcionar un mejor resultado que un esquema financiado por el Estado.

La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

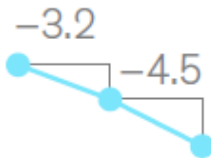
Proteger a las empresas

Las bolsas se desploman

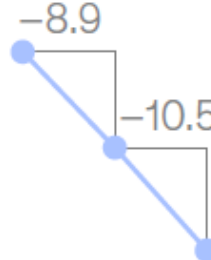
Mercado de valores en febrero y marzo de 2020 por país

% de cambio

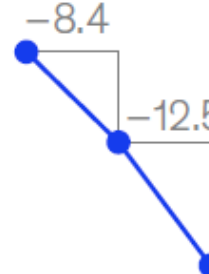
China: SSE Composite Index



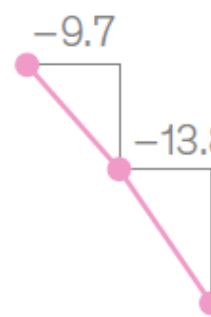
Japan: Nikkei 225



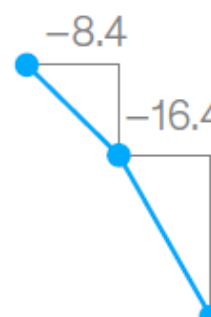
US: S&P 500



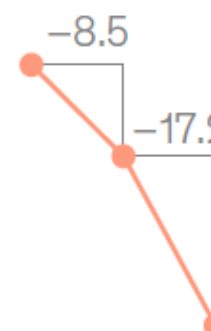
UK: FTSE 100



Germany: DAX



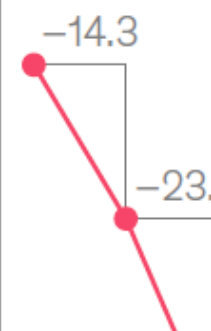
France: CAC 40



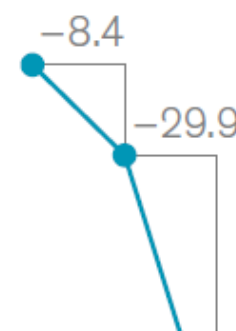
India: BSE Sensex



Russia: RTS Index



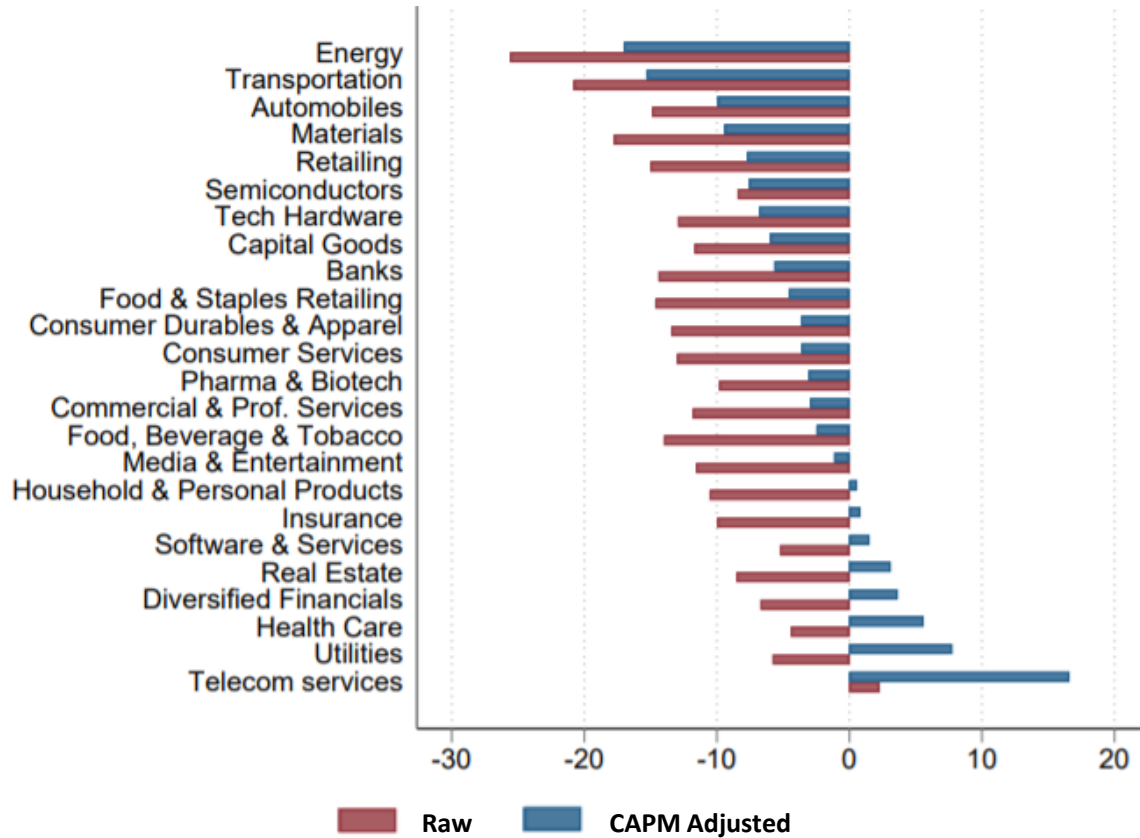
Brazil: Bovespa



Las bolsas se desploman (cont.)

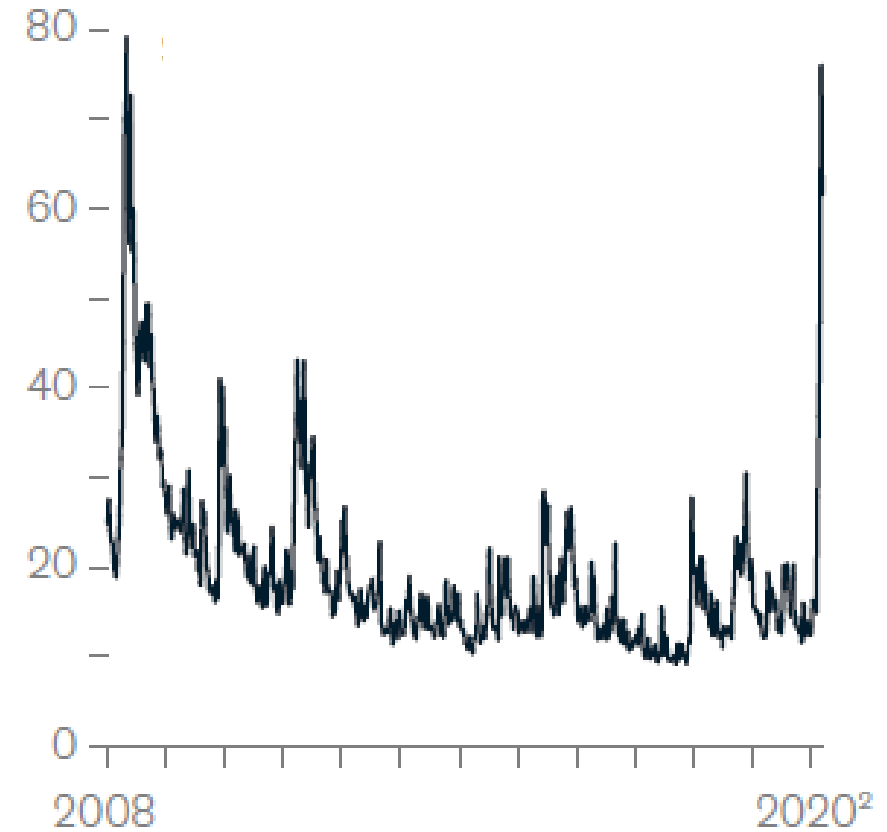
Sólo algunos sectores sobreviven

Rendimiento anual acumulado (%)



Aumento de la volatilidad

Índice de volatilidad S&P



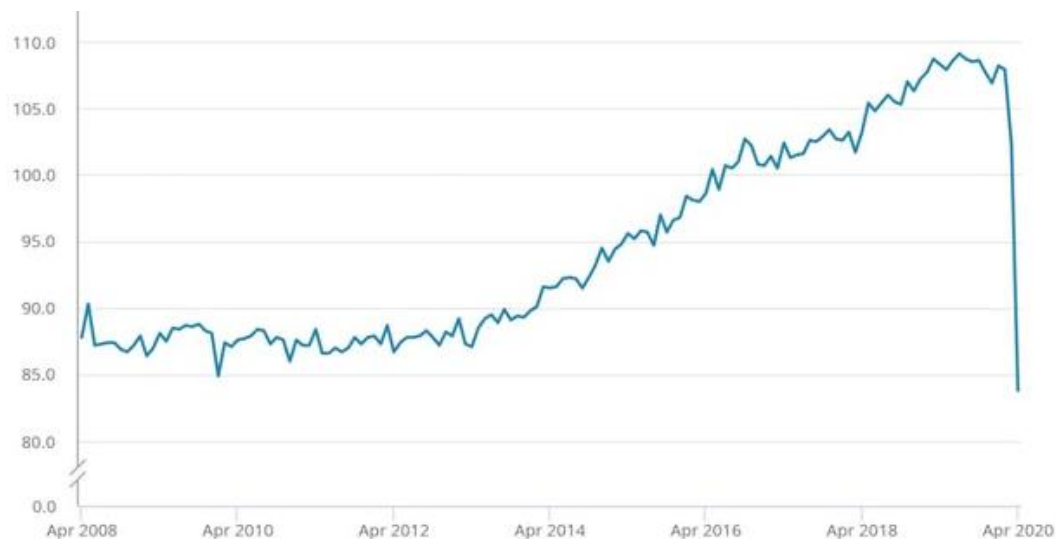
Ramelli, S. and Wagner, A., 2020. [What the stock market tells us about the consequences of COVID-19](#). Vox.eu CEPR Book [Mitigating the COVID economic crisis: Act fast and do whatever it takes](#)

McKinsey & Company, 2020. [An Instant Economic Crisis: How Deep And How Long?](#).

El colapso de los sectores de servicios

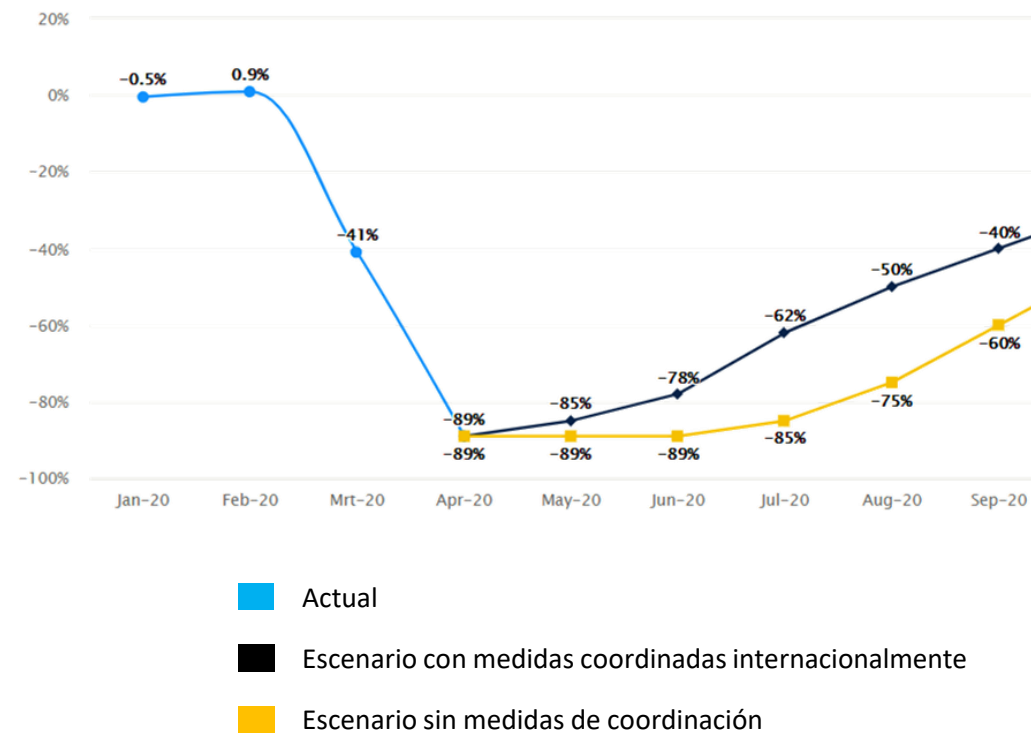
Desplome en el comercio

Variación en ventas retail: 2008 – presente (Reino Unido, Indexado a 2016)



Desplome en el tráfico aéreo

% de cambio en el volumen de tráfico aéreo en el mismo día del año anterior y posibles escenarios de recuperación



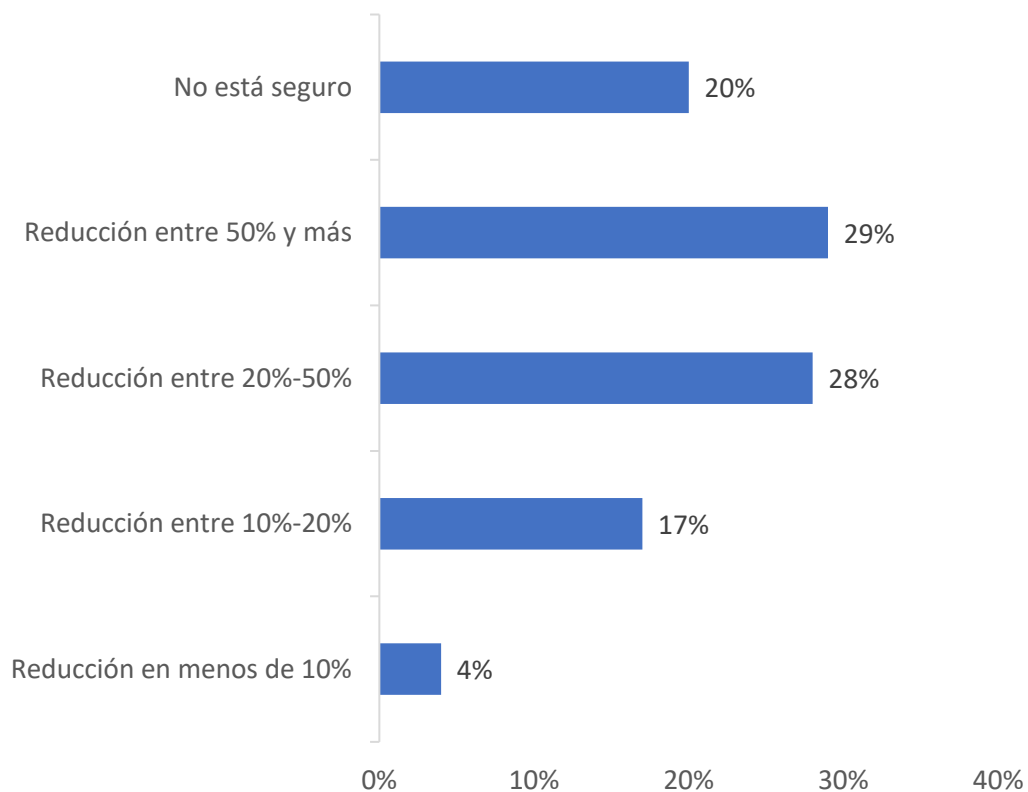
[Record decline in retail sales](#). Econsultancy, 2020

[Air Traffic Scenarios](#). Eurocontrol, 2020.

Expectativas para la pandemia

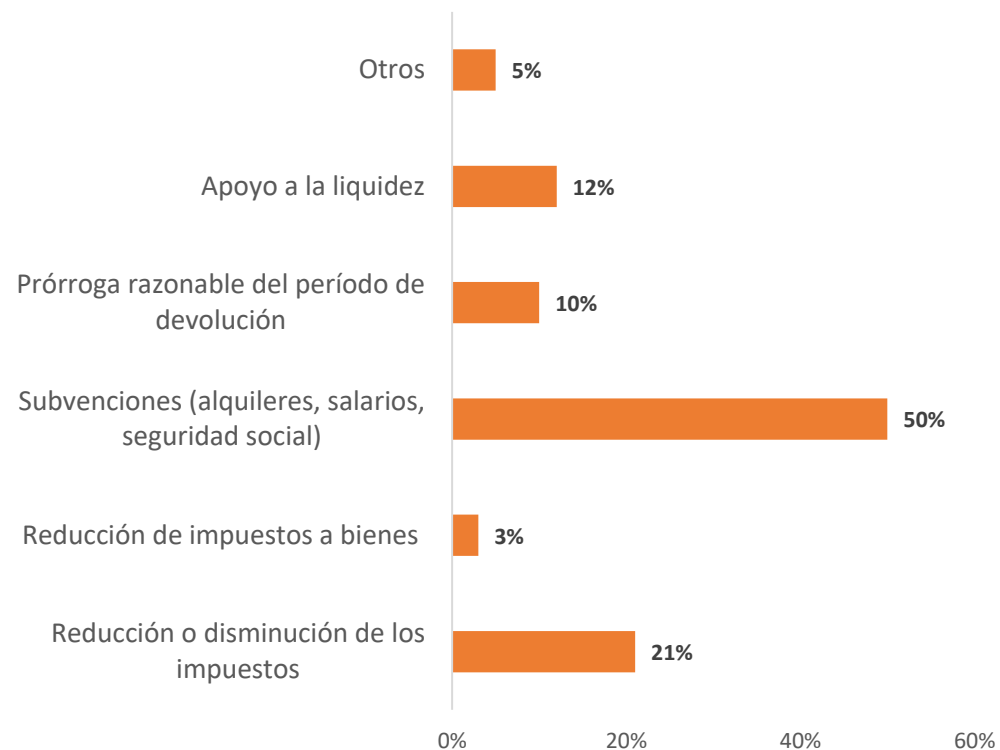
Efectos del Coronavirus en los ingresos de las empresas

Efectos en los ingresos(%)



Demandas para ayudas del Gobierno

Demandas al gobierno y a las instituciones financieras



Expectativas de la pandemia (PyMEs)

Una encuesta a PyMES americanas nos muestra:

1. **Despidos y cierres masivos.** El 43% de las empresas están cerradas temporalmente, y las empresas han reducido, en promedio, su número de empleados en un 40% en relación con enero.
2. Muchas pequeñas empresas son **frágiles financieramente.** De media las PyMEs tienen menos de un mes del efectivo que necesitan a mano.
3. Las empresas tienen **opiniones muy variadas** sobre la duración de la interrupción a su actividad.
4. **La mayoría de las empresas planeaban buscar** financiación a través del CARES Act, la principal medida en EEUU.

Préstamos y avales

- \$4,5 billones a nivel mundial: a menudo más que las medidas fiscales.
- Durante la crisis financiera mundial se utilizaron medidas similares, pero esta vez están mucho más dirigidas.
- Las estimaciones de pérdidas son muy inciertas (¿10%-15%?)

A través de bancos públicos, fondos soberanos...

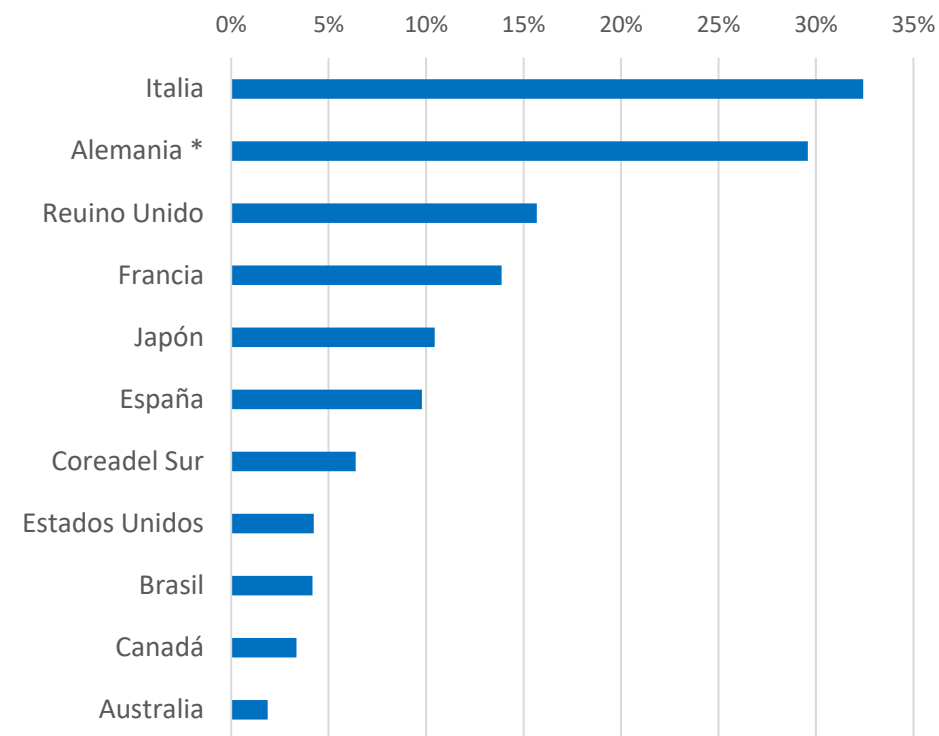
- Las instituciones públicas utilizan su capacidad para suscribir préstamos y otorgar avales. Los más ambiciosos son el KfW alemán y el SBA estadounidense

Directamente a través de los gobiernos

- El gobierno utiliza la capacidad del sistema bancario privado y hace que se originen préstamos. Principales ejemplos son Francia (330.000 millones €) e Italia

Préstamos, avales e inyecciones de capital

En % del PIB



* Incluye 100.000 millones de euros para participaciones directas.
International Monetary Fund, 2020. [Fiscal Monitor - April 2020](#). IMF

Los impuestos como mecanismo de subsidio

Los sistemas fiscales de los gobiernos han sido el principal instrumento para gastar y asegurar la liquidez de las empresas:

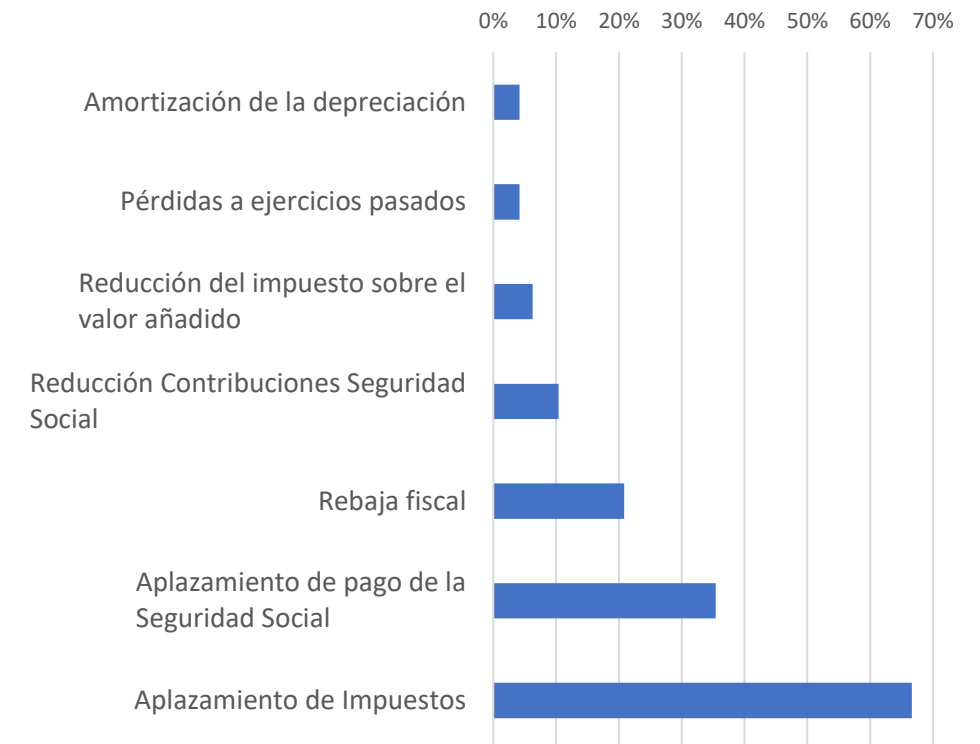
- Desgravaciones temporales y aplazamientos de impuestos, especialmente en los impuestos sobre la renta y el IVA
- El aplazamiento de las cotizaciones a la seguridad social y la reducción de los pagos anticipados se basan en rentabilidad pasada.

Algunos de los enfoques basados en pérdidas de ingresos demostradas pueden reducir los costes fiscales.

Las reducciones fiscales generales pueden ser demasiado costosas

Políticas más comunes

% del total de países que adoptan cada medida



La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

Proteger el sistema financiero

Política prudencial

- Los bancos están en una posición significativamente más sólida con respecto a 2008
- No hay liquidez en los mercados y la demanda de crédito aumenta considerablemente. Los reguladores quieren que los bancos sean los "doctores de la economía"

Medidas clave

Retraso en la aplicación de Basilea III

Retraso en la aplicación de IFRS 9

Reducción de requerimientos de liquidez

Liberar el requerimiento de capital contracíclicos

Tratamiento regulatorio beneficiosos para préstamos a las PYME o los NPL cubiertos por garantías públicas

El poder de la Unión Bancaria Europea

- El Mecanismo Único de Supervisión es el mayor supervisor bancario del mundo
- En dos decisiones consecutivas, tomó varias de estas medidas:
 - 120.000 millones € en alivio de capital
 - Impulsó 1,8 billones de € en préstamos

Resumen de las medidas regulatorias

Jurisdiction	Government guarantees	Capital requirements	Asset classification	Expected loss provisioning	Dividends and other payouts
Australia	Yes	Encouragement to use buffers	New guidance	-	Expectation to limit
Canada	Yes	Lower Domestic Stability Buffer, Encouragement to use buffers	New guidance	New guidance, Introduction of transitional arrangements	Expectation to halt increases
EU/SSM	Yes ¹	Release CCyB, Encouragement to use buffers	New guidance	New guidance	Expectation to halt
Japan	Yes	Encouragement to use buffers	Adjust risk weights of certain loans	-	-
United Kingdom	Yes	Release CCyB, Encouragement to use buffers	New guidance	New guidance	Expectation to halt
United States	Yes	Encouragement to use buffers, Adjust supplementary leverage ratio	New guidance, Definition of restructured debt	Optional suspension, Extension of transitional arrangements	Expectation of prudent decisions, Smoothing of automatic restrictions

1) Condiciones varían en diferentes estados miembros Member States.

La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

El papel de la Unión Europea

La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

La respuesta del BCE

“Whatever it takes”

- Los bancos centrales agotaron rápidamente el poco margen que tenían y bajaron las tipos de interés.
- El gasto fiscal de los gobiernos los ha llevado a retomar sus programas de compra de deuda
- Estas medidas tan radicales habrían sido inconcebibles hace meses

Reserva Federal

- Ha comenzado a comprar todo tipo de activos: fondos, bonos corporativos y municipales, líneas de crédito bancarias, préstamos estudiantiles, valores respaldados por hipotecas

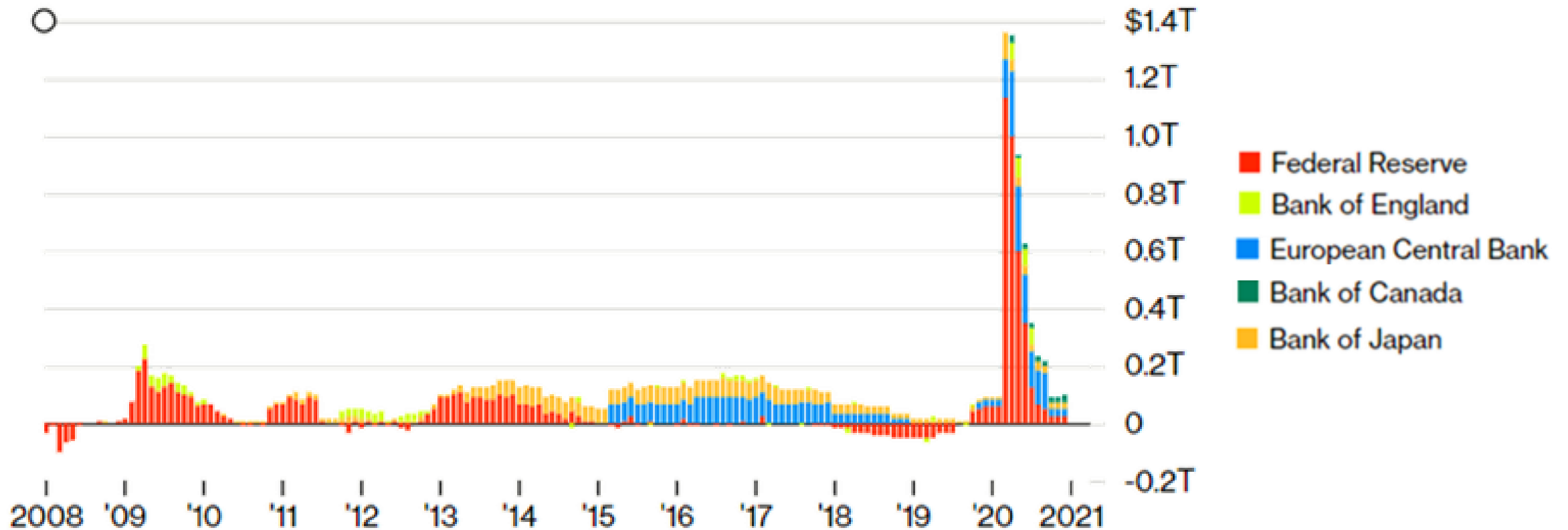
Banco de Inglaterra

- El Bdl ha empezado a financiar directamente a su gobierno

Banco Central Europeo

- El Programa de Compras de Emergencia para Pandemias es el más grande en la historia del BCE (total 870 mil millones €), y para él se han retirado todos los antiguos límites

Compra de activos netos por los Bancos Centrales del G-7



Skolimowski, P., 2020. [ECB Could Be Europe's Back Door To Sharing Its Debt Burden](#). Bloomberg.com.

Los obstáculos a la financiación monetaria en la UE

- Art. 123 TFUE prohíbe explícitamente la financiación monetaria
 - Queda prohibida (...) la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo (...) en favor de Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas
- Los gobernadores han interpretado que esto implica dos límites auto-impuestos en sus compras
 - No comprar más del 33% de cualquier emisión
 - Comprar los bonos soberanos siguiendo su propia fórmula de suscripción de capital

El límite del 33%

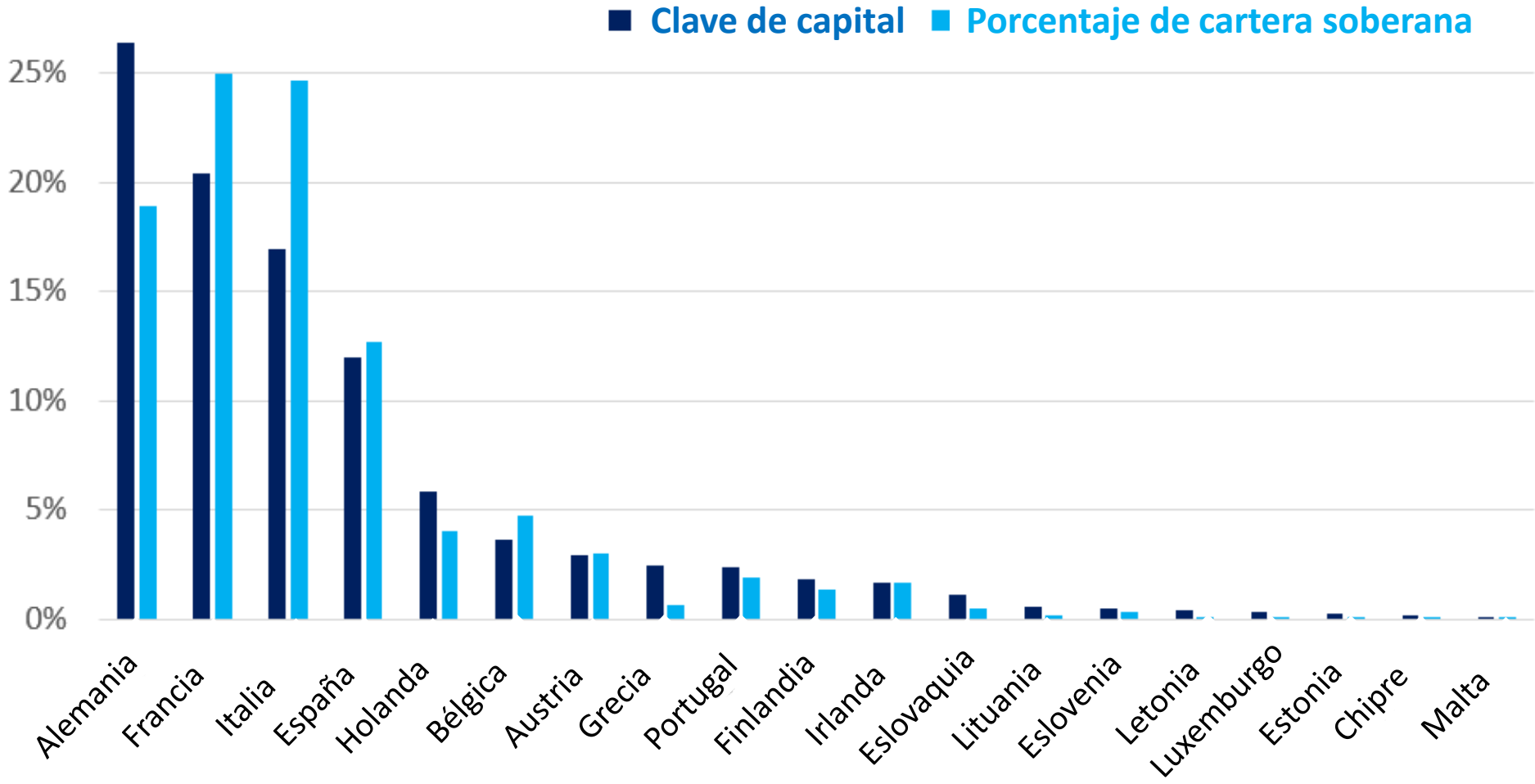
- Límite de tener menos del 33% de cada emisión con un vencimiento de 1 a 30 años (por eso NL y DE son más altos)
- El límite se incrementó en la pasada crisis desde un 25%, pero más incrementos traerían problemas legales
- Si el BCE mantuviera el 40% de la deuda de Italia e Italia quebrara, el BCE tendría el voto decisivo a favor o en contra de cualquier reestructuración (¡el 33% es la minoría de bloqueo!)
- La decisión expondría al BCE a desafíos legales. La medida equivaldría a una financiación monetaria.

País	Posición
Holanda	36%
Alemania	34%
España	26%
Francia	21%
Italia	19%
Total	21%

La clave de capital

- El segundo límite auto-impuesto es que el BCE compra bonos soberanos a lo largo de su clave de capital a medio y largo plazo
- El requisito menos vinculante, desde el punto de vista jurídico y normativo. Más centrado en los objetivos de neutralidad del mercado.
- Se podría argumentar que el BCE podría imprimir más dinero sin tener que aumentar el límite:
 - Antes de la crisis, el BCE tenía alrededor del 21% del total de la deuda soberana. Podría simplemente alcanzar el límite para todos los bonos soberanos
- Sin embargo, dado que los países tienen diferentes coeficientes de deuda/PIB, alcanzar el 33% en todos los soberanos implicaría una desviación permanente de la clave de capital (determinada por el PIB)
- **Las desviaciones del capital han sido uno de los principales puntos de controversia para los Estados Miembros del norte**

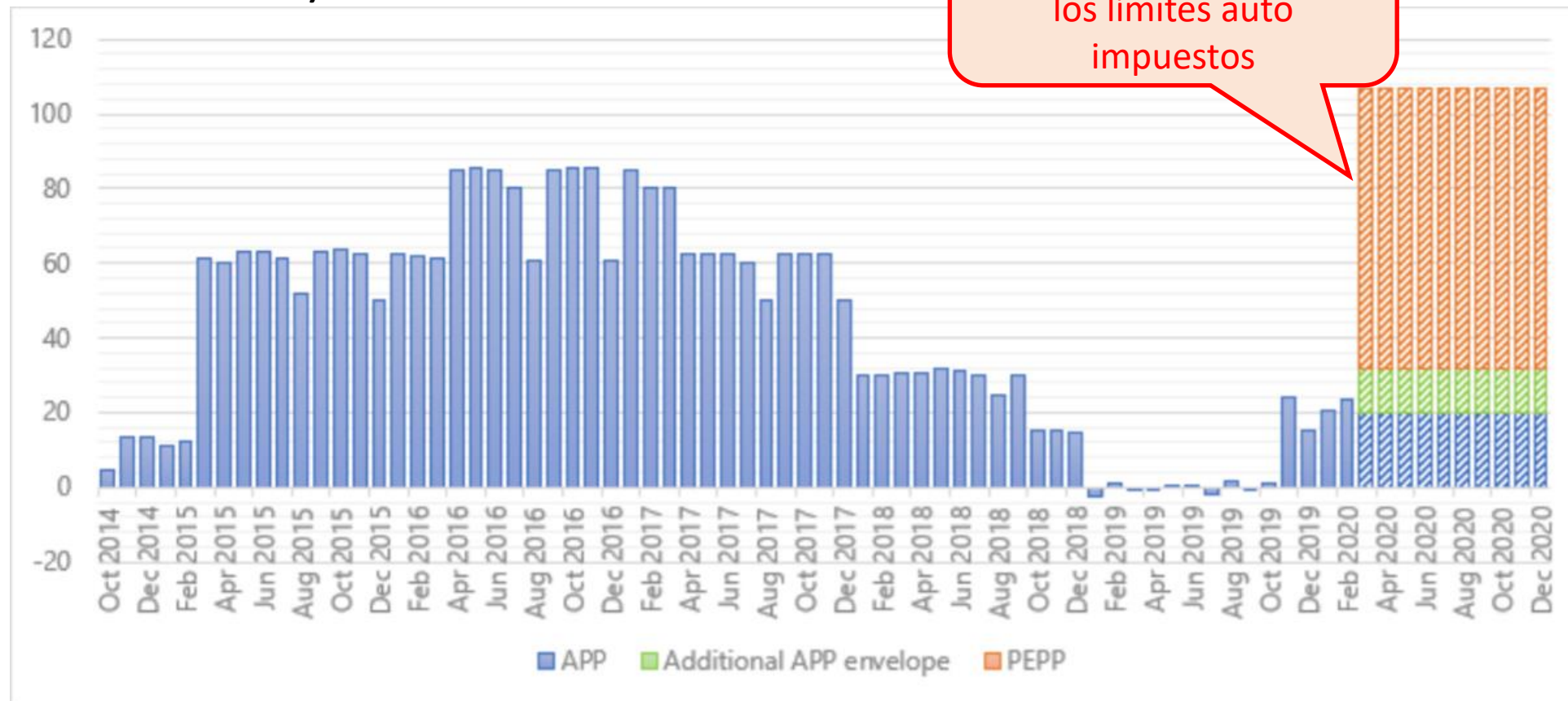
La clave de capital



ECB, Carrión Álvarez, M., 2019. [The limits of QE II](#). Funcas.

Respuesta (26-03-2019): Pandemic Emergency Purchase Program

Compras de activos netos del Eurosistema por mes (en miles de millones)



Capacidad limitada del BCE para apoyar a los Estados miembros

- Enormes necesidades de financiación de los Estados Miembros
 - 2 billones de euros en nuevas emisiones ya anunciadas para el 2020
- Especialmente centrados en los Estados del sur, los más golpeados
- **La gran cuestión: ¿Serán capaces de mantener el acceso al mercado sin ver grandes aumentos de los tipos de interés o, peor aún, espirales de pérdida de confianza?**
- Recordemos el 2011:
 - La financiación se vuelve muy cara para Grecia
 - Los inversores se preocupan por la salida de Grecia de la crisis de sostenibilidad
 - Empiezan a preocuparse por el riesgo de redenominación/moneda
 - Vender bonos/baja el precio - La tasa de interés sube
 - Aumentar el riesgo de separación

Pandemic Emergency Purchase Program

- Parece que el BCE no tiene tanta fuerza y para tanto tiempo como habíamos pensado
- Si asumimos que continúan comprando al ritmo que han estado comprando (el necesario para mantener los mercados estables), el dinero se agotaría a principios de octubre

	PSPP	PEPP	Si PEPP asume la tasa de compra del PSPP una vez el PSPP acabe
Tamaño total del programa	120	750	
Comprado	36.6	50.8	
Tasa ejecución semanal (Media 2 sem.)	6.3	25.4	31.7
Semanas de funcionamiento	13.2	27.5	24.7
Fecha de final	15-jul-2020	23-oct-2020	03-oct-2020

Pandemic Emergency Purchase Program (cont.)



¿Ha atado Karlsruhe las manos del BCE?

- El pasado 5 de mayo, el Tribunal constitucional alemán publicó su sentencia sobre la legalidad de uno de los principales programas de compras de activos del BCE: el PSPP
 - En contra de las decisiones del Tribunal de Justicia UE, le pidió al BCE que justificara la “proporcionalidad” del programa, dándole tres meses para demostrar que sus políticas no han entrado en el ámbito fiscal
 - Esto deja a la política monetaria en una gran incertidumbre. Aunque la decisión no haya sido sobre el PEPP sí tiene graves consecuencias indirectas
-

La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

El acuerdo del Eurogrupo

Les llevó el suficiente tiempo...

¿Por qué es tan difícil para Europa actuar?

- 19 de los 27 Estados miembros de la UE comparten una moneda común: el euro.
- La política monetaria está centralizada (BCE) pero la política fiscal sigue estando en manos de los gobiernos nacionales
 - Las políticas fiscales nacionales se "coordinan" a nivel de la UE: conjunto de normas comunes para garantizar su solidez y sostenibilidad
 - **El riesgo de redenominación** no se eliminó realmente, lo que causó cambios grandes en la percepción del riesgo, huida hacia la seguridad y grandes conflictos políticos (ej. en Alemania, en Italia)
- Sesgo asimétrico y restrictivo de la política fiscal
 - Conseguimos evitar que los países gasten demasiado:
 - condicionalidad en los rescates, el procedimiento de déficit excesivo.
 - Pero no hay forma de coordinar un mayor gasto o un menor superávit

La cantidad de actores dificulta la coordinación:

Presidente de EEUU

- **Presidenta de la Comisión Europea:** Ursula Von der Leyen.
- **Presidente del Consejo Europeo:** Charles Michel
- **Consejo Europeo**— Los jefes de Estado o de Gobierno

Secretario de Estado de EEUU

- **Comisario Europeo de Economía:** Paolo Gentiloni
- **Presidente del Eurogrupo:** Mário Centeno
- **Director General del MEDE:** Klaus Regling
- **Consejo de la UE / Eurogrupo**— Los ministros de finanzas

Los esfuerzos para profundizar en la UEM

Finalización de la Unión
Bancaria
2015

CC(C)TB
2016

Fondo Monetario
Europeo
2017

Ministro de Economía y
Finanzas
2017

Función de
Estabilización de las
Inversiones
2018

EsBies
2018

Reforma del MEDE
2018

Votación por mayoría
cualificada en asuntos
fiscales
2019

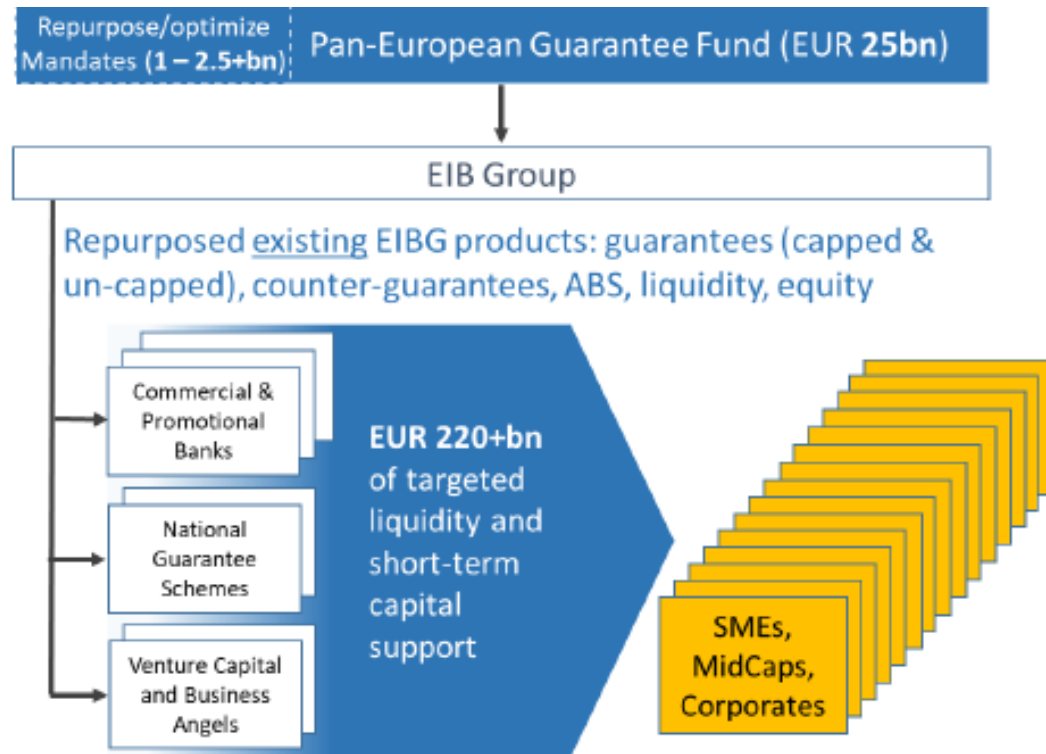
Tres líneas de “protección” en el acuerdo preliminar

- 1. BEI: Asegurar la liquidez a las empresas**
- 2. SURE: Proteger a los trabajadores y los ingresos**
- 3. ESM: asegurar que los Estados Miembros puedan financiar los gastos sanitarios**

El acuerdo también incluye el compromiso de trabajar en un Fondo de Reconstrucción (más sobre esto más adelante)

1. Banco Europeo de Inversiones

Un nuevo fondo COVID



No muy ambicioso...

- El BEI fue uno de los principales instrumentos en la crisis anterior (Plan Juncker).
- El tamaño acordado tiene una capacidad extremadamente limitada.
- Pequeño en comparación con el plan de protección Alemán (550.000 millones de euros)
- Probable que el BEI necesite una inyección de capital para finales de año

2. SURE: Un Kurzarbeit para Europa



- La Comisión pide prestado en los mercados y presta a los Estados Miembros al mismo precio que recibe
- Los Estados Miembros deben gastar los fondos prestados en sus planes de protección del empleo a corto plazo

El precedente del MEEF (EFSM)

Art 122(2) del TFUE

- En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiere controlar, **el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar, en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión**

El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera

- La Comisión pide prestado en los mercados y presta a los Estados Miembros al mismo precio que recibe.
- Apoyo condicionado a la realización de reformas
- Utilizado en los primeros años de la crisis financiera para apoyar a Grecia, Irlanda y Portugal
- 46.000 millones de euros en préstamos totales... relativamente poco, ¿por qué?

¿Cómo financiarlo? Los límites del presupuesto de la UE

El Presupuesto a largo plazo de la UE

- La UE tiene una planificación presupuestaria a largo plazo (Marco Financiero Plurianual). Fija los límites en:
 1. Gasto ("pagos"): 1,16% de la renta nacional
 2. Contribuciones obligatorias potenciales que la UE puede pedir a los países en emergencias ("Techo de recursos propios"): 1,20% de la renta

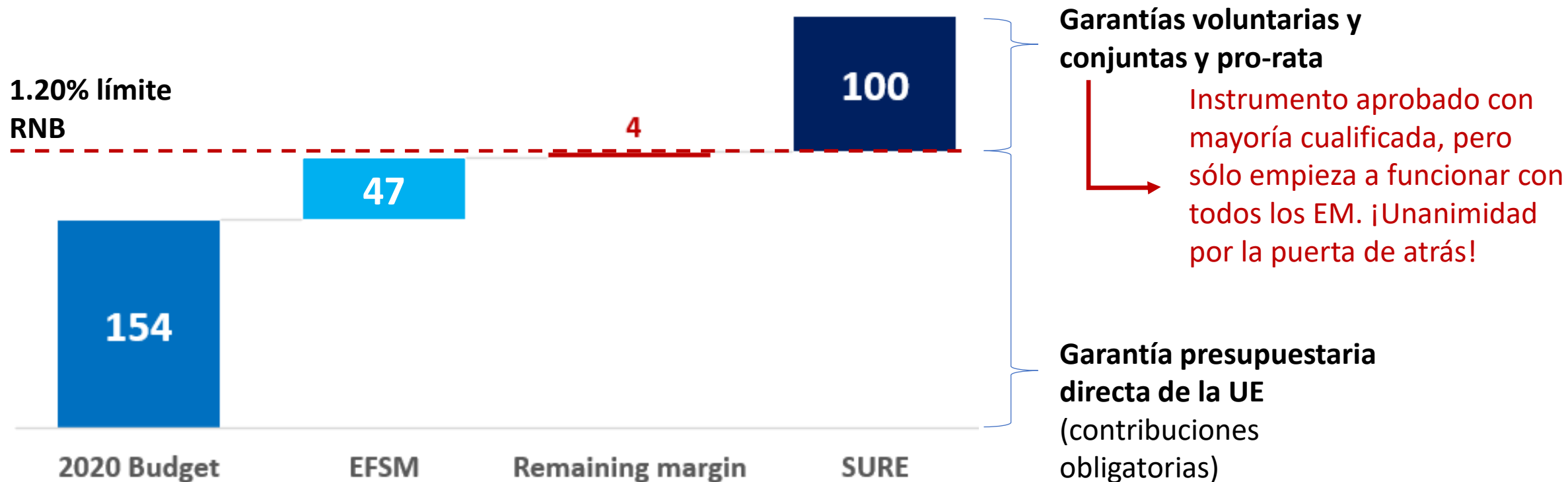
Dos tipos de avales

- Las garantías dentro del techo de "recursos propios" provienen directamente del presupuesto común
 - Programas como el MEES se aprueban con mayoría cualificada
- Cualquier garantía mas allá del techo viene de los países y tiene que ser voluntaria
 - Su aprobación por lo tanto requiere la unanimidad

El SURE como movimiento de la Comisión

- **La Comisión intentó garantías de pro-rata de los países más allá del límite con el MEES, pero fracasó.** El programa se quedó pequeño dentro del techo
- SURE es un programa muy similar (la Comisión pide prestado y presta)
 - De nuevo, la Comisión ha intentado garantías conjuntas pro-rata
 - **Para que el mecanismo se active todos los países tienen que presentar garantías**
- Puede ser aprobado con mayoría cualificada, pero todos los países se enfrentan a fuertes presiones para aceptar participar (el programa no comienza sin él)

SURE: los límites del Presupuesto de la UE



3. El Mecanismo de Estabilidad Europeo

Un poco de Historia

- Creado en 2011 para ayudar a los países del Euro en grave situación financiera.
- Proporciona préstamos pero a cambio los Estados Miembros tienen que implementar reformas estructurales.
- Aportación de capital determinada por la clave de capital del BCE.
- A diferencia del procedimiento ordinario de la UE, los votos dependen del poder económico de los Estados miembros. Alemania, Francia e Italia tienen poder de veto para las decisiones importantes (es decir, la concesión de asistencia)

¿Cómo funciona?

Aprovechando una base de capital

- MEDE aprovecha una base de capital para pedir prestado en los mercados.
- Si el MEDE incurre en pérdidas, puede recurrir a su capital suscrito y exigir más fondos

Capital	EUR bn
Subscribed capital	€704.8bn
Paid-in capital	€80.5 bn
Committed callable capital	€624.3bn
Maximum lending capacity	€500 bn
Remaining lending capacity (August 2019): 82%	€410.1bn

El proceso para la asistencia

- Los países deben solicitar apoyo y acudir al Eurogrupo y a la Comisión Europea.
- Tras un análisis de sostenibilidad de la deuda realizado por la Comisión Europea, se negocia la asistencia (si es positiva) y se activa el MEDE

El estigma de la “Troika”

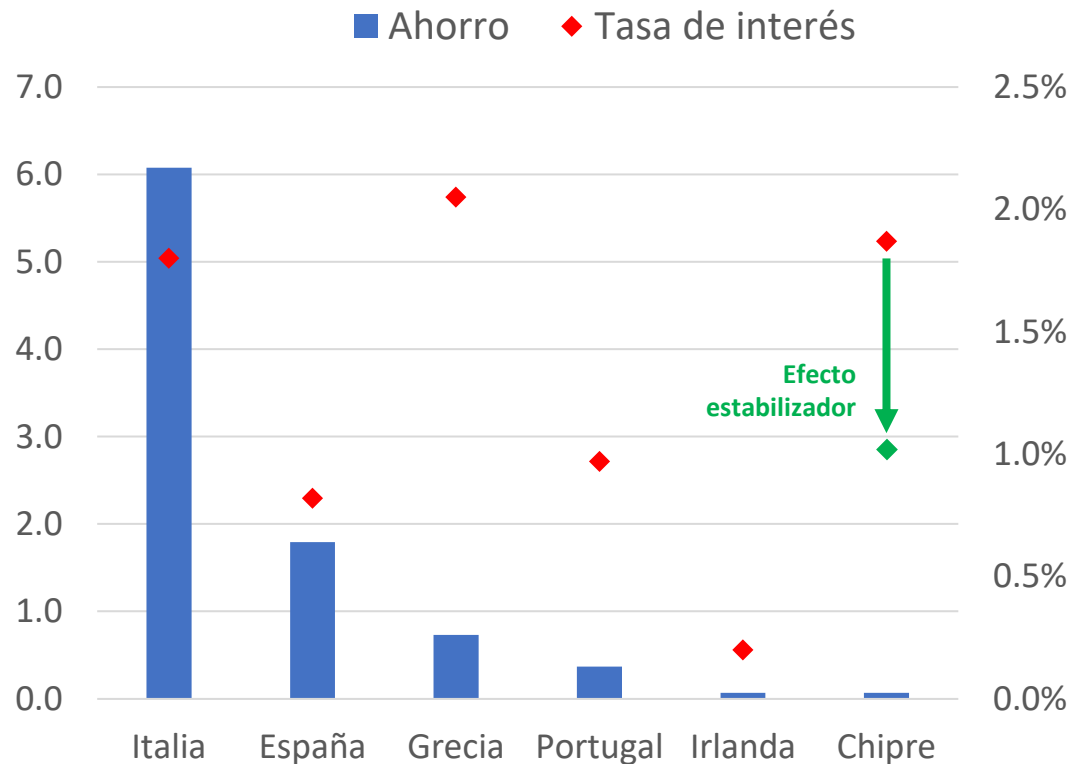
- Durante la crisis financiera y de deuda soberana, el MEDE prestó asistencia a Grecia, Irlanda, Portugal, España y Chipre.
- A cambio de fondos, estos países tuvieron que hacer profundos ajustes económicos que tuvieron un gran impacto en sus sociedades y sistemas de bienestar social.
- Las consecuencias políticas y sociales todavía persisten hoy en día. Explica la firme oposición de Italia al uso del ESM.

Apoyo en la Crisis de la Pandemia

- Para luchar contra el Covid-19, el MEDE lanzó una nueva línea de apoyo para la crisis de la pandemia de hasta €240.000 millones
- Para limitar el estigma, la condicionalidad a cambio de los fondos es solo que éstos se utilicen para financiar el gasto sanitario y los costes indirectos del confinamiento.
- Es poco probable que los países la utilicen por ahora
 - Por que? **¡Para quemar sus propios barcos!**
 - Pero tiene sentido esta estrategia después de la decisión del tribunal de justicia alemán y de la propuesta Franco-Alemana?

Pandemic crisis support program

Ahorros por el MEDE



El proceso para la asistencia

- El MEDE puede prestar alrededor del 10% de la deuda adicional que tienen que incurrir los países para afrontar la crisis.
- Al ser estos prácticamente gratis, se estabiliza a los mercados al asegurar la sostenibilidad de la deuda
- Además, al entrar en un programa del MEDE, se desbloquea OMT, el programa mas potente del BCE (ya avalado por los tribunales)

Cálculos propios.

Cómo financiar la reconstrucción

El futuro de los Coronabonos

Coronabonos: el fantasma de la mutualización de la deuda

- Los países del norte de Europa temen la mutualización de la deuda, sus finanzas están más saneadas que las de otros Estados miembros.
 - ¿Compartirías una tarjeta de crédito con tus amigos donde todos puedan gastar lo que quieran?
- Temor de que tengan que asumir la deuda de otros Estados miembros que han sido "irresponsables con sus finanzas".
- Tensión entre el riesgo moral y la solidaridad

Leyes y políticas en el Presupuesto de la UE

Obligación: un presupuesto equilibrado de la UE (Art. 310)

- El presupuesto de la UE debe ser equilibrado y los gastos deben ser iguales a los ingresos. La deuda es una excepción.
 - Originalmente destinado a mantener el gasto de la UE (y las contribuciones de los Estados miembros) bajo control.
-
- Sin embargo, el artículo 311 del TFUE matiza esto : "La Unión se dotará de los medios necesarios para alcanzar sus objetivos".
 - Dos objetivos de la UE justifican las medidas excepcionales: mantener la estabilidad financiera del euro y la solidaridad entre los Estados miembros.

La cláusula de rescate (Art. 125)

- Importante tradicionalmente para los países del norte de Europa, no quieren ser responsables de los gastos del sur.
 - El TJUE permite los rescates mientras se mantenga la disciplina del mercado.
-
- Esto es una pandemia. A diferencia de la crisis de la deuda soberana, la falta de culpa y el riesgo moral. Nada que ver con la disciplina presupuestaria.
 - Incluso si lo hiciera, la cláusula de rescate incluye una excepción: "la ejecución conjunta de un proyecto específico"; la recuperación de Covid-19.

Artículo 310

(antiguo artículo 268 TCE)

1. Todos los ingresos y gastos de la Unión deberán estar comprendidos en las previsiones correspondientes a cada ejercicio presupuestario y consignados en el presupuesto.

El Parlamento Europeo y el Consejo establecerán el presupuesto anual de la Unión con arreglo al artículo 314.

El presupuesto deberá estar equilibrado en cuanto a ingresos y gastos.

2. Los gastos consignados en el presupuesto serán autorizados para todo el ejercicio presupuestario anual de conformidad con el reglamento a que se refiere el artículo 322.

3. La ejecución de gastos consignados en el presupuesto requerirá la adopción previa de un acto jurídicamente vinculante de la Unión que otorgue un fundamento jurídico a su acción y a la ejecución del correspondiente gasto de conformidad con el reglamento a que se refiere el artículo 322, salvo en las excepciones que dicho reglamento establezca.

4. A fin de garantizar la disciplina presupuestaria, la Unión no adoptará actos que puedan incidir de manera considerable en el presupuesto sin dar garantías de que los gastos derivados de dichos actos puedan ser financiados dentro del límite de los recursos propios de la Unión y dentro del marco financiero plurianual a que se refiere el artículo 312.

5. El presupuesto se ejecutará con arreglo al principio de buena gestión financiera. Los Estados miembros y la Unión cooperarán para que los créditos consignados en el presupuesto se utilicen de acuerdo con dicho principio.

6. La Unión y los Estados miembros, de conformidad con el artículo 325, combatirán el fraude y cualquier otra actividad ilegal que perjudique a los intereses financieros de la Unión.

Artículo 125

(antiguo artículo 103 TCE)

1. La Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.
2. Si fuese necesario, el Consejo, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo, podrá especificar las definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren los artículos 123 y 124 y el presente artículo.

La Unión Económica y Monetaria contra el COVID-19

Hacia un Fondo Europeo de Reconstrucción

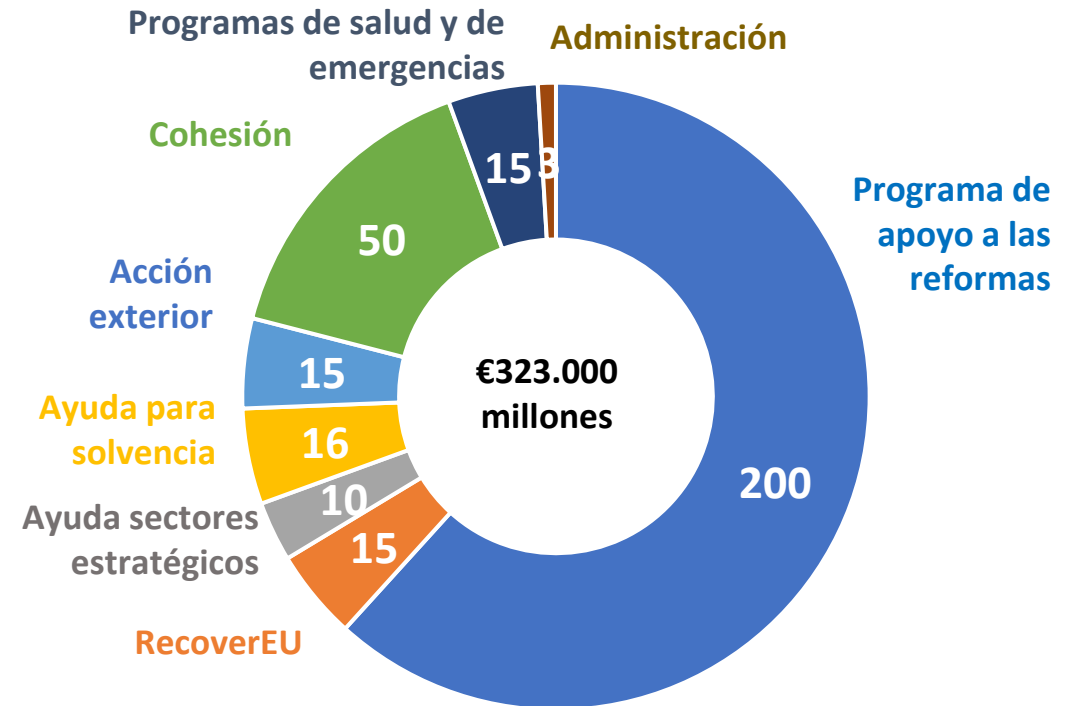
El “momento Hamilton” para Europa

Propuesta inicial (filtrada) de la Comisión

- Aprox. 320.000 millones en emisiones
- La mayoría se dedica al BICC/CRI
- InvestEU reforzado (RecoverEU)
- Dos nuevos instrumentos para apoyar del sector privado
- Nuevo programa europeo de salud

Plan de la Comisión Europea

En miles de millones de €



Mi propuesta con Guy Verhofstadt

- La capacidad de la Comisión de pedir prestado al mercado debería utilizarse para emitir "anualidades de la UE" con el fin de financiar un fondo de reconstrucción de un billón de euros
- Las anualidades deben ser bonos perpetuos, que no requieran el pago del capital.
- El dinero se gastaría durante los próximos años, a lo largo de las prioridades y programas del presupuesto de la UE
- Los intereses se pagarían con nuevos "Recursos Propios"

La base legal

Art. 122 (1) TFUE

- Sin perjuicio de los demás procedimientos establecidos en los Tratados, **el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá decidir, con un espíritu de solidaridad entre Estados miembros, medidas adecuadas a la situación económica**, en particular si surgieren dificultades graves en el suministro de determinados productos, especialmente en el ámbito de la energía.

Art. 352 TFUE

- Cuando se considere necesaria una acción de la Unión en el ámbito de las políticas definidas en los Tratados **para alcanzar uno de los objetivos fijados por éstos, sin que se hayan previsto en ellos los poderes de actuación necesarios** a tal efecto, el Consejo **adoptará las disposiciones adecuadas por unanimidad**, a propuesta de la Comisión y previa aprobación del Parlamento Europeo

Una tradición Británica

- **La primera "anualidad del Reino Unido" se emitió en 1752 con un cupón del 3,5%.**
 - Emitió más para financiar las guerras napoleónicas, la Ley de Abolición de la Esclavitud (compensando a los dueños de esclavos) y otras crisis (con tasas más bajas cada vez)
- **Churchill fue el primero en redimirlos en 1927**, pero sólo para luego emitir más a una tasa del 4% para refinanciar los gastos de la primera Guerra Mundial.
- **El Canciller del Tesoro George Osborne los pagó todos a lo largo de 2014 y 2015**, en un entorno de bajas tasas de interés.

Precedentes recientes

- **Israel en 2020:**

- 1.000 millones de dólares a través de bonos a 100 años para combatir la crisis de COVID-19 con un cupón del 4,5%.

- **Austria en 2017:**

- € 3.500 millones mediante bonos a 100 años con un cupón del 2,1%. Es el bono soberano con el vencimiento más largo de la UE. (Rendimiento actual del 0,99%).

- **MEDE en 2018:**

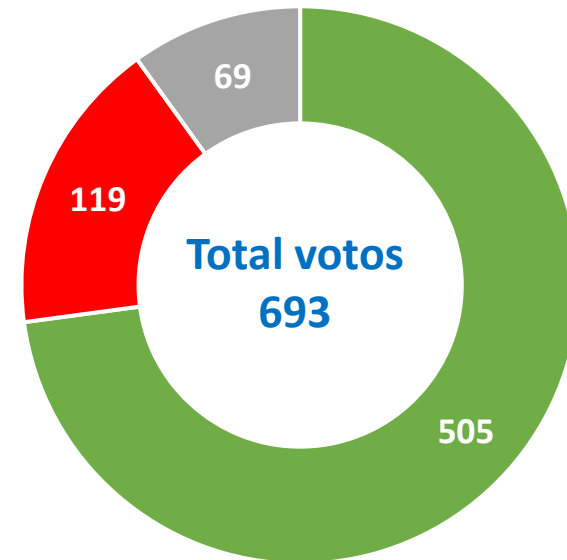
- Casi €1.000 millones en bonos a 40 años con un cupón del 1,85%. La deuda de más largo plazo emitida a nivel europeo. (Rendimiento actual del 0,69%).

La resolución del Parlamento Europeo

Puntos principales

- Ofrece un “gran acuerdo” a los estados
 - El préstamo lo pide la UE
 - El gasto va al presupuesto UE
 - No se sube la contribución de los estados
 - El pago de la deuda se asegura con “recursos propios” para Europa

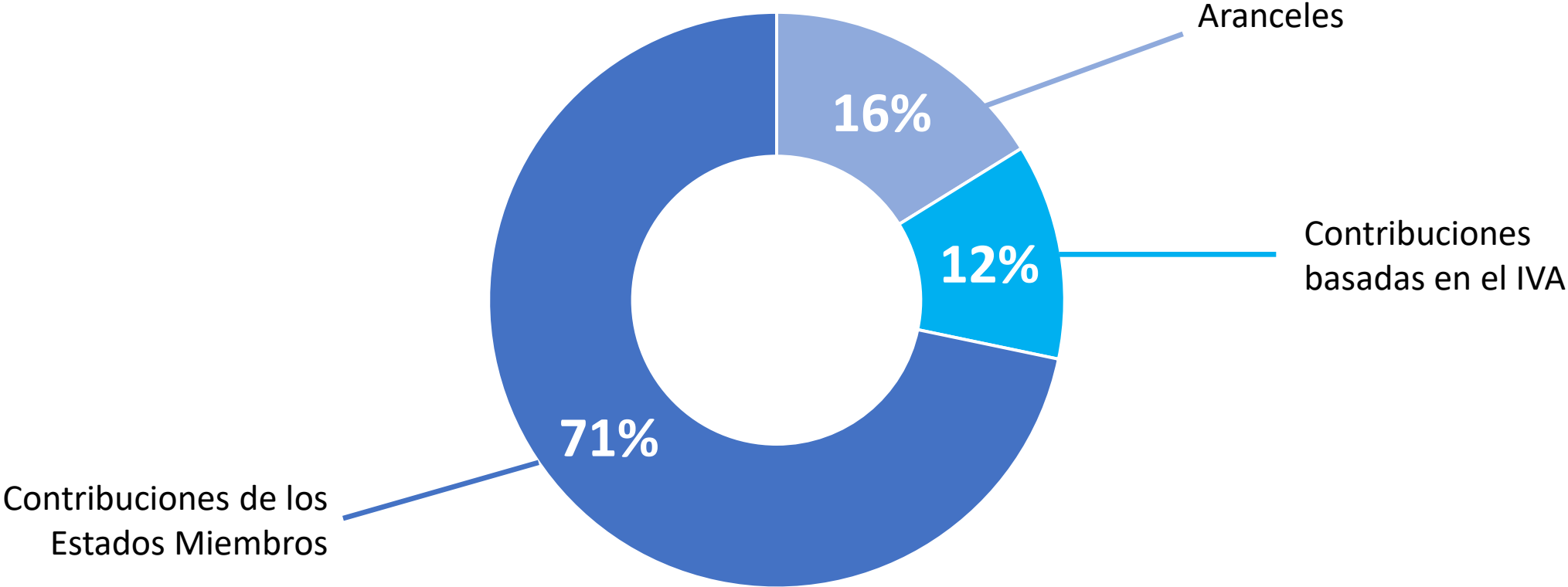
Consenso amplio



La propuesta franco-alemana

- La semana pasada Merkel y Macron presentaron una propuesta conjunta para un fondo de reconstrucción.
- 500.000 millones en gasto común, sin préstamos, financiado a nivel Europeo.
- Un gran paso para Europa. Merkel en 2010: no habrá Eurobonos “mientras este viva”
- Gasto en la transformación verde y digital, también como en el apoyo a las reformas (fondos condicionales a acometer reformas)

Los ingresos del presupuesto de la UE hoy en día



Nuestra propuesta para pagar los intereses de los bonos

Ingresos	"Call rate"	Ingresos anuales potenciales (miles de mm)
EU ETS	Basada en la propuesta de EUCO	12
Contribucion por Plasticos	1€ por kilo de plastico	9
Impuesto Digital	100% (a una tasa de 5%)	10
CCCTB	3%	12
Impuesto a las transacciones financieras	Coop reforzada	4

Escenarios potenciales para el dinero que podríamos recaudar

Nuevos ingresos europeos (miles de mm)		Tasa de interes					
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Digital + CCCTB	17	3,340	1,670	1,113	835	668	557
ETS + Plastico	21	4,238	2,119	1,413	1,060	848	706
ETS + Plastico + Digital	26	5,178	2,589	1,726	1,295	1,036	863
ETS + Plastico + Digital + CCCTB	38	7,578	3,789	2,526	1,895	1,516	1,263

Mañana (y el futuro cercano)

- Mañana presenta la Comisión su propuesta de Plan de Recuperación
- Sobre la basa (¡esperamos!) del plan franco-alemán
- Divisiones entre estados
 - Los “europeístas” vs “frugales” (van quedando menos)
 - Este contra Oeste
 - Norte contra Sur
- Papel del Parlamento:
 - MFP necesita acuerdo del PE – luego también Plan de Recuperación

Muchas gracias

Luis Garicano

Miembro del Parlamento Europeo

Vice Presidente de Renew Europe para temas económicos

Profesor de Economía y Estrategia, IE Business School (en excedencia)