

Antonia Díaz*

EL FONDO DE RECUPERACIÓN: UN AVANCE INSTITUCIONAL PARA PRESERVAR LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA

En este documento se reflexiona sobre la necesidad de tener instituciones europeas bien diseñadas para eliminar las imperfecciones del mercado que impiden mutualizar riesgos dentro de la Unión Europea. En particular, la construcción de un acervo europeo de bienes públicos es clave para estabilizar la economía cuando los mercados están incompletos y para el funcionamiento de los mecanismos privados de mutualización de riesgos. La financiación de instituciones y bienes públicos justifica un presupuesto y una política pública común.

The Recovery Fund: An institutional step to preserve economic integration

In this paper I argue that well designed European institutions are needed to eliminate market imperfections that prevent risk sharing within the European Union. In particular, building a stock of European public goods is key to stabilize the economy when markets are incomplete and to facilitate the functioning of private risk sharing mechanisms. The funding of institutions and public goods make the case for a budget and a common public policy.

Palabras clave: COVID-19, externalidades, instituciones públicas, integración económica, mutualización de riesgos, Fondo de Recuperación.

Keywords: COVID-19, externalities, public institutions, economic integration, mutualisation of risks, Recovery Fund.

JEL: E52, F15, F33, F45, H44.

* Universidad Carlos III de Madrid.

Contacto: andiaz@eco.uc3m.es

Este artículo se basa parcialmente en:

Díaz, A. (2020a). [The European Recovery Fund. An Effective Policy Measure to Deal with COVID-19 consequences?](#)

Díaz, A. (2020b). [Common Fiscal Capacity Is Needed to Strengthen Risk Sharing](#). *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 55(4), 215-219.

Versión de octubre de 2020.

<https://doi.org/10.32796/ice.2020.916.7105>

1. Introducción: el impacto de la COVID-19 en la Unión Europea

Las medidas necesarias para luchar contra la COVID-19 han alterado profundamente nuestras vidas. Las previsiones de crecimiento del PIB para este año pasaron de un modesto 1,5 a un aterrador -16 % interanual. Es muy difícil prever la evolución de la economía en el muy corto plazo ya que nuestros instrumentos de predicción estadísticas no están pensados para estimar cambios abruptos en las series de datos. El proceso de toma de decisiones es especialmente complejo porque hay que observar la evolución de la economía en tiempo real y ser capaz de adelantarse a los acontecimientos. En esta tesitura, todo nos hace temer que las consecuencias de esta pandemia van a ser duraderas.

El impacto desigual de la COVID-19 en regiones y sectores productivos

No está de más recordar la naturaleza del *shock* al que nos enfrentamos: en ausencia de vacuna o antivirales, la COVID-19 es una externalidad negativa: nos contagiamos cuando estamos cerca; tanto en reuniones sociales como en los centros de trabajo. Esto hace que este *shock* sea, a la vez, un *shock* de oferta (la productividad de la fuerza de trabajo cae porque enfermamos) y de demanda (porque dejamos de acudir a los centros comerciales para consumir).

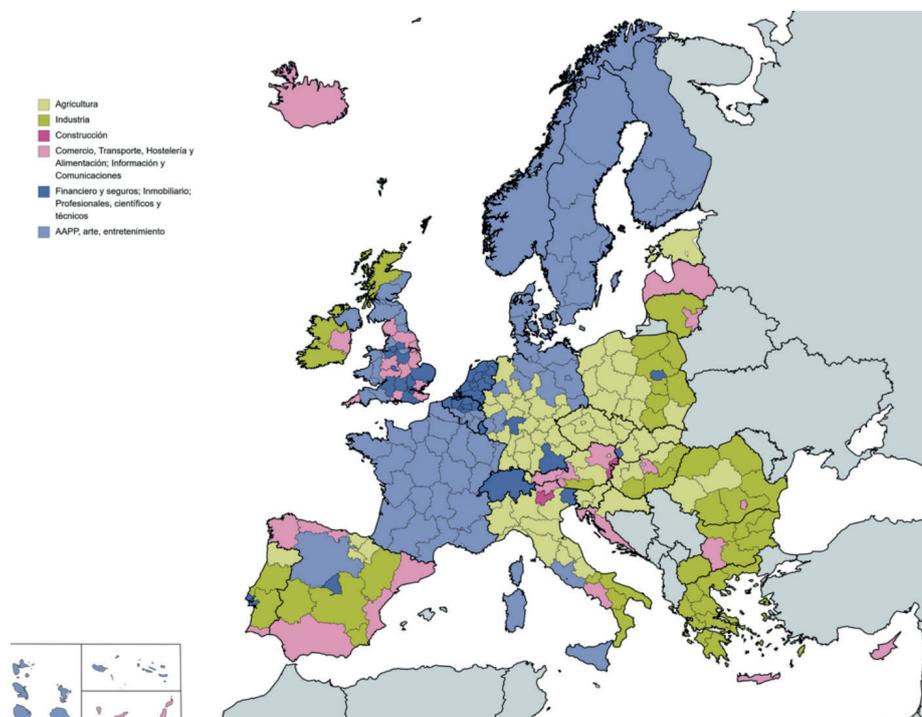
La naturaleza misma del *shock* (un virus contagioso) implica que tenemos diferentes probabilidades de infectarnos según sea nuestra actividad económica. En particular, las actividades que se realizan en equipo —como una línea de montaje— o aquellos servicios que requieren del tiempo conjunto del proveedor y el cliente —una tienda de ropa— se ven limitadas tanto por la pandemia como por las medidas de seguridad necesarias para prevenir infecciones. Sin embargo, otras actividades, especialmente en los sectores de información y telecomunicaciones, se ven menos condicionadas, ya que los trabajadores pueden cambiar más

fácilmente al teletrabajo. Este efecto asimétrico de la pandemia sobre los sectores económicos se convierte en un impacto desigual en los países dependiendo de su composición sectorial. Por ejemplo, como estamos comprobando, la crisis provocada por la COVID-19 está siendo especialmente severa en regiones especializadas en servicios como restauración y hostelería.

El Gráfico 1 muestra una medida estándar de especialización laboral en las regiones de la Unión Europea. Es fácil deducir de un vistazo que, por ejemplo, las regiones más especializadas en comercio minorista están entre las más afectadas por la pandemia. Esta impresión está corroborada por el trabajo reciente de Prades Illanes y Tello Casas (2020), quienes muestran que la COVID-19 tiene un impacto regional muy diferente en función de su estructura productiva (véase el Gráfico 1). Prades Illanes y Tello Casas (2020) muestran que las regiones más expuestas son aquellas especializadas en hostelería y restauración o en aquellos sectores, como la fabricación de vehículos, que tienen un gran efecto de arrastre sobre otros. Este impacto sectorial desigual explica, al menos en parte, que la COVID-19 afecte más a la economía española que a otras de nuestro entorno. Prades Illanes y Tello Casas (2020) estiman la caída en el Valor Añadido (VA) anual atribuible a la pandemia en dos escenarios posibles, uno moderado y otro severo (aunque las noticias recientes nos hacen pensar que el primer escenario es demasiado optimista).

El Gráfico 1 muestra los principales resultados de su trabajo en el escenario más adverso que, dada la situación actual, parece el escenario más probable. En ambos escenarios la economía española es la que sufre más los estragos de la pandemia, seguida de cerca por Italia. Pero lo que también es destacable es que la varianza del impacto regional (véase el panel 4 del Gráfico 2) es mucho mayor en España que en las otras tres grandes economías de la Unión Europea. Es decir, nuestra estructura productiva nos hace más vulnerables a la pandemia, pero esta vulnerabilidad varía notablemente de una región a otra, lo que dificulta aún más su gestión sanitaria.

GRÁFICO 1
ESPECIALIZACIÓN EN EL EMPLEO, 2016
 (Relativa a la media de la UE28, por regiones NUTS 2)



FUENTE: Elaboración de Enrique Feás a partir de los datos de Eurostat.

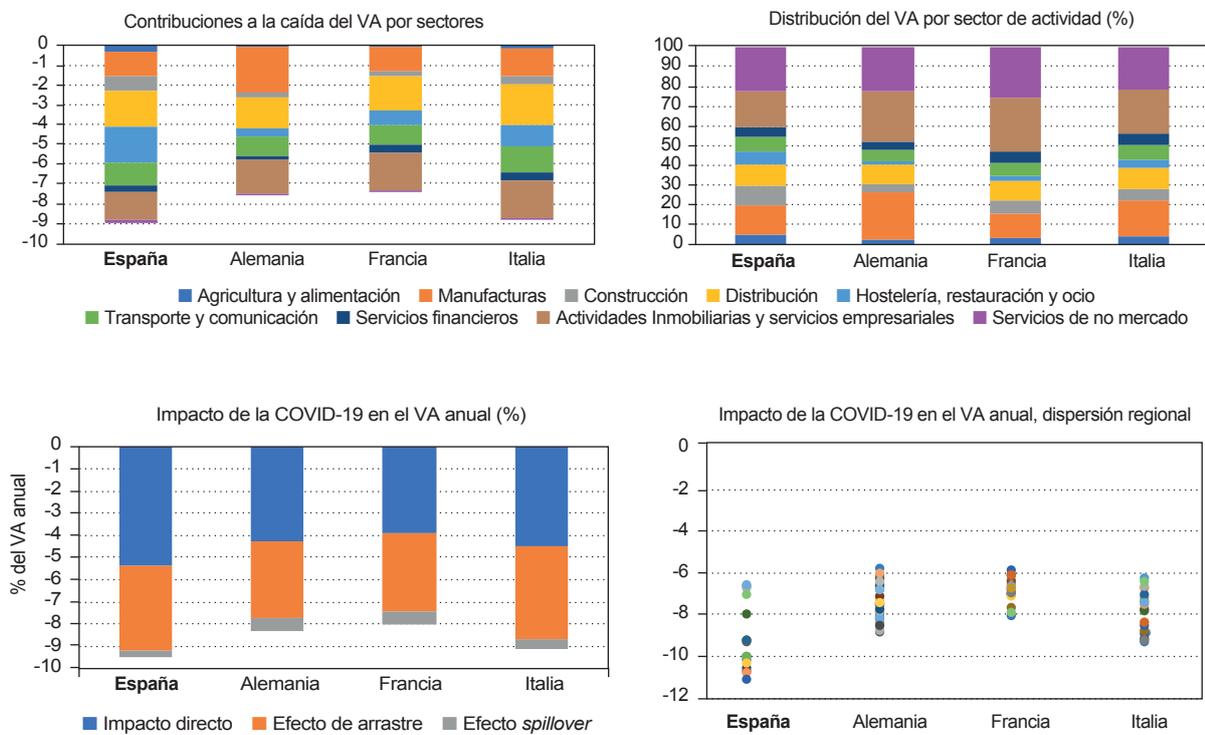
El impacto de la pandemia no solo es mayor en las regiones especializadas en servicios de contacto intensivo (hostelería, restauración, transporte, etc.) sino que, muy probablemente, tendrá un efecto más duradero en ellas. Esto se debe a dos factores: primero, la sustitución de mano de obra por capital (robots que no se contagian con el virus) que es mucho más difícil en servicios no rutinarios. En segundo lugar, el tamaño mismo de las plantas, tiendas, restaurantes, etc., es una restricción que limitará la actividad durante los próximos meses ya que es necesario mantener una distancia de seguridad. Esa restricción será tanto más severa cuanto menos se pueda invertir en aumentar el tamaño de las estructuras y medidas de protección sanitaria. Por tanto,

incide más en los sectores más frágiles. Finalmente, el desplazamiento de la cesta de consumo desde servicios presenciales a servicios (o bienes) que se pueden comprar y consumir en línea implica que hay sectores que se están beneficiando de esta crisis. En particular, el sector digital, dominado por gigantes internacionales como Netflix, Google, Apple, etc., está obteniendo ganancias sustanciales en mercados, casi literalmente, cautivos.

La pandemia afecta nuestra economía de forma directa a través de los mecanismos expuestos y de forma indirecta a través del deterioro que ha sufrido el Mercado Único. Recordemos que la primera reacción de algunos gobiernos al comienzo de la pandemia fue prohibir la exportación de mascarillas dentro

GRÁFICO 2

EL EFECTO DEL CONFINAMIENTO POR LA CRISIS DE LA COVID-19 EN PAÍSES DE LA UEM



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Prades Illanes y Tello Casas (2020).

de la Unión Europea y limitar el espacio Schengen. El Mercado Único no solo se ve amenazado por las reacciones proteccionistas de los gobiernos sino porque unos países tienen una capacidad fiscal superior a otros para hacer frente a esta crisis. Por ejemplo, como muestran Anderson *et al.* (2020) con datos de mediados de junio de este año, el valor de las medidas adoptadas en España ronda el 13,7 % del PIB, muy lejos del 22,8 % de Alemania o el impresionante 48,7 % de Italia¹. La diferencia fundamental está en las partidas de aplazamientos de impuestos, así como la

cantidad de avales emitidos para sostener la liquidez de las empresas. Esto, sin duda, tendrá consecuencias en el Mercado Único, ya que no son las mejores empresas las que reciben más ayudas fiscales sino aquellas que residen en países con más holgura fiscal. Esta disparidad en la respuesta a la crisis equivale a una política industrial descoordinada que, como destacan Motta y Peitz (2020), daña la competencia y el Mercado Único. Se podría objetar que la capacidad fiscal asimétrica es el resultado de diferencias en la disciplina fiscal, lo cual es cierto. Sin embargo, debemos tener en cuenta que los ingresos fiscales tienen una elasticidad diferente entre países y que, muy probablemente, la especialización de la industria y la distribución del tamaño de las empresas afectan esa

¹ Estas medidas no son fiscales puras, incluyen avales no dispuestos. No se deben sumar los impulsos fiscales reales con las cifras de avales potenciales.

elasticidad. Las estimaciones de Koester y Priesmeier (2017) y Mourre y Princen (2019) van en esa dirección.

Imperfecciones de mercado e instituciones imperfectas

Como hemos visto, la COVID-19 tiene dos características que, combinadas, son explosivas: es una externalidad negativa y una contingencia inesperada contra la que no nos habíamos asegurado. Nuestra organización social —el diseño de nuestras ciudades y de nuestros centros de trabajo, así como la gran movilidad geográfica que permiten los medios de transporte—, nos hace extremadamente vulnerables a este virus. Hay que enfatizarlo: nuestra organización social y productiva se basa en un delicado equilibrio entre especialización, interconexión, movilidad y predictibilidad. La conjunción de esos cuatro factores hace que desarrollemos nuestras potencialidades al máximo. Pero lo que nos hace más productivos y sociables nos hace más vulnerables porque el contagio no solo depende de nuestras acciones sino de lo que suceda en nuestro entorno. Por eso, porque se trata de una externalidad negativa, la respuesta descoordinada de cada agente, sin tener en cuenta el impacto de sus decisiones sobre el resto de la sociedad, amplifica lo que ya de por sí es un gran *shock*. La coordinación pública es necesaria para reducir esa amplificación. No solo eso, sino que, al tratarse de una contingencia no prevista en las relaciones privadas, la economía financiera se descoordina de la economía real con el riesgo consiguiente de quiebras de empresas y aumento del paro. La movilidad y la interconexión hacen que el virus se propague con gran facilidad y, si ambas colapsan, la especialización nos deja en condiciones económicas muy difíciles. Es entonces cuando la autoridad debe intervenir para, por ejemplo, decidir qué actividades son esenciales durante un confinamiento general y la gradación de la vuelta a la actividad. No solo eso, sino que el gobierno debe intervenir y ordenar las transferencias de recursos necesarias para impedir que las empresas solventes quiebren por

problemas de liquidez y las familias vulnerables queden sin protección social².

Todos sabemos ya las medidas adoptadas por los gobiernos (*grosso modo*, avales para sostener el sistema de pagos, aplazamiento de pago de impuestos, Expedientes de Regulación Temporal de Empleo —ERTE— y ayudas a las familias) pero lo que quiero enfatizar aquí es el papel que cumplen las instituciones para completar mercados³. Hay una complementariedad entre instituciones y mercados. Para verlo solo tenemos que hacer un ejercicio de ciencia ficción. Imaginemos una España con el triple de camas hospitalarias que el que tenemos, el doble de rastreadores y personal médico. Seguramente en ese país la COVID-19 sería una tragedia sanitaria, pero su impacto sobre la economía sería mucho menor que el que sufrimos. Si la Ley de Sanidad Pública se hubiese desarrollado en su momento en vez de yacer arrumbada en un cajón, no habríamos perdido semanas preciosas para organizar la importación de material de protección sanitario porque el Ministerio de Sanidad no habría estado vacío de contenido en materia de Salud Pública, ni las comunidades autónomas estarían actuando según su descoordinado criterio. Si el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) tuviera más personal y mejor dotación tecnológica, el cobro de las prestaciones por desempleo o por sufrir un ERTE se produciría en un plazo razonable, cumpliendo el objetivo de su existencia: ayudar a las familias y a las empresas. Sigamos elucubrando e imaginemos que el Instituto de Crédito Oficial (ICO) hubiese dispuesto de la tecnología *blockchain*, junto con suficientes ingenieros informáticos, para que los avales ICO estuvieran listos en dos semanas en vez de en dos meses⁴. Seguramente el problema financiero creado por la irrupción súbita de la COVID-19 sería mucho

² Para un análisis más detallado de la importancia de esas medidas, véase Díaz y Puch (2020).

³ Recordemos que, en un sentido amplio, las externalidades y bienes públicos son mercancías para los que no existe un mercado. De ahí el fallo de mercado.

⁴ Esta idea es de J. A. Herce en: [Los 200 ingenieros de la Comisión para la Reconstrucción](#).

menor. Técnicamente: el problema creado por la realización de una externalidad negativa (la COVID-19) no contemplada en los contratos privados (es decir, porque los mercados son incompletos) sería mucho menor de haber tenido un buen diseño institucional. Es decir, muchas de las imperfecciones de mercado que observamos suponen un problema económico, fundamentalmente, porque una imperfección institucional lo permite. Dicho de otro modo: el reto de perfeccionar o crear mercados pasa por perfeccionar las instituciones públicas que los sustentan o facilitan.

El perfeccionamiento de las instituciones requiere, entre otros factores, de una Administración eficaz y coordinada desde el Gobierno central, pasando por los autonómicos, a los municipios. Los ejemplos enumerados en el párrafo anterior muestran, además, que una de las formas en que las instituciones completan mercados es a través de la creación de bienes públicos. La existencia de bienes públicos bien diseñados y dotados es esencial para poder hacer frente a eventuales externalidades negativas que los mercados no pueden prever porque es extremadamente oneroso para un agente privado asegurarse contra todo tipo de contingencia. No solo eso, es que la Teoría del Bienestar ya nos dice que el mercado no responde de manera eficiente ante ese tipo de eventualidades. Hay que decirlo de nuevo: completar mercados requiere de una voluntad concertada de todos; es decir, requiere de una institución pública que tome la iniciativa. Por supuesto, las instituciones de calidad requieren un caudal estable de ingresos públicos. Recordemos la comparativa de Anderson *et al.* (2020); los países con mayores recursos fiscales han sido capaces de enfrentar mucho mejor esta pandemia porque, por un lado, tienen un sistema sanitario (un bien público) mejor dotado y, por otro lado, han podido acudir al apoyo de las empresas con más celeridad (coordinando la transferencia de recursos entre agentes privados). Como vamos a ver en el apartado 2, este correlato entre mercados e instituciones públicas no solo ocurre dentro de cada país, sino en la Unión Europea.

2. Completar instituciones para completar la integración económica

Integración económica y mutualización de riesgos

Uno de los grandes logros de la Unión Europea ha sido el establecimiento del Mercado Único con sus cuatro patas: la movilidad de personas, capital, bienes y servicios. Aunque sea reiterativo, es necesario recordar que el Mercado Único aporta enormes beneficios a todos los países integrantes de la Unión. Hay numerosos trabajos de investigación que estiman que la Unión Europea aporta ganancias económicas muy notables a todos sus miembros. La literatura es extensa; los interesados en el tema pueden leer, por citar algunos ejemplos, a Campos *et al.* (2019), Felbermayr *et al.* (2018), Mayer *et al.* (2018) o Veld (2019). La metodología que sigue esta literatura tiene unos rasgos comunes: se escoge el modelo estructural que se desee según se piense qué factor económico es más importante y se hace el ejercicio contrafactual: ¿qué habría pasado en ausencia de la EU o que pasaría si se rompiera? El modelo estructural es necesario para poder estimar las respuestas de los agentes privados a ese cambio institucional. El punto importante que todos estos trabajos comparten es que se centran en las ganancias de largo plazo. No porque no existan ganancias a corto sino porque los métodos de estimación basados en modelos estructurales nos ofrecen predicciones más fiables en el largo plazo, especialmente al tratarse de un conjunto muy heterogéneo de países. Por ejemplo, Campos *et al.* (2019) estiman que las ganancias medias de pertenecer a la Unión Europea son equivalentes a un 10 % del Producto Interior Bruto (PIB) durante los diez primeros años de pertenencia. Se trata de una magnitud muy apreciable.

Estas ganancias de largo plazo se han visto empañadas por la constatación de la existencia de costes de corto plazo. Estos costes son debidos, generalmente, a fluctuaciones asimétricas en el PIB. La COVID-19 es un ejemplo de un *shock* que afecta de

manera desigual a hogares, empresas, sectores y, por tanto, países. Esto es particularmente importante en la Unión Europea ya que todas las medidas adoptadas para impulsar el Mercado Único conducen a explotar ventajas comparativas entre regiones y, por tanto, a la especialización sectorial⁵. Se podría objetar que este virus es un suceso extremadamente improbable, pero hay muchos estudios que apuntan a que las diferencias en composición sectorial explican, en buena medida, las diferencias en el tamaño de las fluctuaciones cíclicas de las economías, así como las asimetrías y desequilibrios financieros en la eurozona durante la crisis del euro en 2010⁶.

Estos *shocks* asimétricos sobre el Valor Añadido regional no tienen un impacto significativo sobre el consumo privado y el bienestar de los ciudadanos cuando existen los mecanismos adecuados para que los agentes de diferentes países puedan compartir riesgos. Kalemli-Ozcan *et al.* (2003), utilizando datos internacionales e intrarregionales, muestran que el grado de mutualización de riesgos y la especialización industrial están positivamente correlacionados. Se deduce de su estudio que los países (o regiones) que pueden proteger mejor el consumo de sus ciudadanos contra los riesgos inherentes a sus sectores productivos pueden explotar mucho más los beneficios de la especialización y avanzar más en la integración económica.

Los canales que existen para compartir riesgos entre países o regiones son transferencias fiscales, integración bancaria transnacional y la integración del mercado de capitales. Contra lo que se pueda suponer, las dos últimas formas privadas de compartir riesgos no son sustitutas: Martínez *et al.* (2019) muestran que la integración del sistema bancario es eficiente para compartir las perturbaciones de demanda,

mientras que la integración del mercado de capitales es clave para compartir las perturbaciones de oferta. Es decir, la integración en ambos frentes debe ir de la mano. Pues bien, como vamos a ver, los canales privados para compartir riesgos en la UE están a medio construir.

Instituciones europeas incompletas llevan una mutualización de riesgos incompleta

Hoffman *et al.* (2019b) estudian en qué grado los países de la eurozona mutualizan riesgos. Estos autores encuentran que la integración bancaria aumentó significativamente tras la adopción del euro pero que lo hizo, fundamentalmente, a través de dos vías: el mercado interbancario y el mayorista. Estos dos mercados, como argumentan Admati y Hellwig (2014), son muy procíclicos (pensemos en los *repurchase agreements*, llamados *repos* en el argot financiero, que ligan la capacidad de prestar y pedir prestado al valor del colateral en el momento de la firma del contrato). Pues precisamente por ser procíclicos no pueden ser instrumentos para compartir riesgos. El comportamiento procíclico de esos dos mercados está detrás del colapso del sistema financiero que propició la crisis del euro en 2010-2012. Hemos comprobado que compartir la misma moneda sin avanzar más en la unificación del mercado de capitales y la integración transnacional del sistema bancario deja a los países más frágiles financieramente y expuestos a *shocks* asimétricos (véase Jaccard & Smets, 2020) porque es imposible alterar los términos de intercambio entre países. Por ejemplo, el mecanismo tradicional que se usaba en España para contrarrestar el ciclo era la devaluación de la moneda para alterar los términos de intercambio y mejorar nuestra competitividad externa. Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y la crisis financiera de 2010, al no disponer de moneda propia, solo quedaba intentar una devaluación interna a través de la reforma laboral de 2013. El fallo institucional principal detrás de la crisis del euro fue la

⁵ Véase el trabajo de Mongelli *et al.* (2016) para un estudio del efecto de la adopción del euro en la especialización sectorial de las regiones de la zona euro.

⁶ Véase, a este efecto, Imbs (2004), Corsetti *et al.* (2008) o Atalay (2017).

falta de una supervisión bancaria coordinada⁷. La descoordinación en la supervisión y el acceso al mercado mayorista alentaron un sobreendeudamiento bancario que, a su vez, alimentó la burbuja inmobiliaria creando un círculo vicioso. El resultado ya sabemos cuál fue.

El otro canal privado para mutualizar riesgos es la integración del mercado de capitales, que todavía está muy rezagada en la UE. Bathia *et al.* (2019) resumen las barreras principales: la fragmentación legislativa para cotizar en Bolsa —especialmente la referente a la información que debe ser pública—, y las diferencias en la regulación de los procesos de quiebra y reestructuración de deuda de las empresas. Mientras que toda esta legislación no se unifique no podremos tener un mercado de capitales único y un mercado bursátil que pueda competir con Nueva York o Tokio. Esto es especialmente importante tras el Brexit. Las consecuencias de la fragmentación del mercado de capitales son variadas y profundas. La principal es que el coste de financiación de las empresas varía de un país a otro. Por ejemplo, Bathia *et al.* (2019) estiman que a una empresa española, solo por serlo, le cuesta la financiación externa unos 5 puntos porcentuales más que a una empresa alemana. Ese diferencial de costes lastra el crecimiento de las empresas españolas respecto al de las alemanas. Esto supone una grave distorsión de la competencia en los mercados y una barrera para el proceso de innovación en el que, generalmente, las *startups* tienen un papel muy destacado. El mercado de capitales europeo, además, es estrecho: por ejemplo, en la UE el 20 % de las familias participan en fondos de inversión mientras que en Estados Unidos la cifra es del 50 %. No solo eso, sino que, cuando lo hacen, es en fondos segmentados por nacionalidades. Esto implica que los fondos europeos no pueden competir en tamaño con los grandes actores del mercado. La consecuencia de la fragmentación de la oferta de fondos europeos es que los movimientos de los mercados bursátiles europeos quedan al albur de los grandes jugadores que

están establecidos en Estados Unidos y su moneda es el dólar. Esto hace a esos mercados especialmente vulnerables en épocas de crisis que es cuando las operaciones bajistas tienen mayor importancia.

El principal obstáculo para la creación de grandes fondos de inversión europeos es que la UE carece de un activo sin riesgo denominado en euros. Para que los mercados de capitales se vuelvan más profundos, se necesita abundantes activos sin riesgo al que los inversores pueden revertir en periodos de turbulencias. El problema en la Unión Europea y, en particular en la eurozona, es que los bonos soberanos de los países con dificultades fiscales pierden su estatus de activo sin riesgo y, por tanto, su valor como garantía (véase Reis, 2019). La ausencia de un activo europeo sin riesgo también dificulta la integración bancaria dado que los bancos de cada país usan como garantía los bonos soberanos. Esto lleva a lo que Farhi y Tirole (2018) llamaron el *deadly embrace*: la crisis del sistema financiero alimenta la crisis de deuda soberana y viceversa. La principal víctima de ese abrazo mortal es el crédito a las pequeñas empresas, que no pueden crecer, lo que dificulta la competencia, como demuestran Hoffman *et al.* (2019a). Por lo tanto, en ausencia de un activo sin riesgo común, es muy difícil romper el abrazo mortal y avanzar en la integración transfronteriza de la banca y el mercado de capitales, que son cruciales para compartir riesgos sin acudir a transferencias fiscales. No solo eso, sino que la existencia y abundancia del activo común sin riesgo es necesaria para que el euro se use en las operaciones comerciales y financieras internacionales. Ese estatus de moneda reserva es importante para la efectividad de la política monetaria y su capacidad para proteger el total de la economía europea contra *shocks* externos⁸. Este es otro ejemplo del diseño inacabado de las instituciones europeas: la Unión Monetaria está incompleta sin un activo europeo común. Esa incompletitud hace que las fluctuaciones cíclicas sean muy costosas y puedan llegar a pesar más

⁷ Véase el análisis de Bénassy-Quéré *et al.* (2018).

⁸ Véase un análisis completo en Reis (2019).

que las ganancias de la integración económica. Quizá el hecho que mejor resume la dificultad para compartir riesgos en la Unión Europea es que las estimaciones disponibles, como las de Bathia *et al.* (2019), apuntan a que la elasticidad del consumo privado ante *shocks* asimétricos es cuatro veces mayor en la UE que en Canadá o Estados Unidos.

La conclusión a la que llegamos es que hay que desarrollar y reforzar las instituciones europeas para que los mecanismos privados de mutualización de riesgos puedan funcionar. El anterior presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, en 2019 expresaba una visión similar a la que aquí desarrollo. La idea central de su discurso es que los mecanismos privados de mutualización no pueden sustituir a los mecanismos públicos de seguro, sino que necesitan de la preexistencia de los últimos para poder desarrollarse. Solo de esa manera se puede avanzar en la integración económica. Como decía Draghi (2019) en aquella intervención o Reis (2019) en la conferencia organizada para celebrar los 20 años de vida del euro, la primera institución europea que está incompleta es la Unión Monetaria. Y está incompleta porque falta el activo común sin riesgo que permita desarrollar los canales privados de mutualización de riesgo. Para simplificar, vamos a llamarle eurobonos, aunque sea un nombre demasiado manido y pueda ser equívoco.

¿De qué hablamos cuando hablamos de eurobonos?

Los eurobonos volvieron al debate público al constatare, de nuevo, la insuficiencia de los mecanismos privados para mutualizar riesgos entre países tras la irrupción de la COVID-19. Es decir, se volvió la mirada al mecanismo fiscal. Pero el debate se centró en la cuestión equivocada: en la mutualización de la deuda de estados soberanos. En la literatura financiera se conoce como «responsabilidad limitada» al hecho de que, en última instancia, no se puede obligar a nadie, persona física o jurídica, a pagar sus deudas. Como

explican Kehoe y Levine (2001), en el caso de «responsabilidad limitada», una institución superior es esencial para hacer cumplir los contratos. Dentro de un país el sistema judicial actúa para asegurar el cumplimiento de los contratos o que, de romperse, se haga de una forma ordenada. En el ámbito internacional las instituciones encargadas de velar por el cumplimiento de los contratos son mucho más débiles. Por eso, la mutualización de la deuda entre Estados soberanos está plagada de problemas. Los contratos contingentes que hay que escribir para asegurar, por ejemplo, que esa deuda sea considerada como *senior* o la cuantía de las cuotas que cada país debe pagar serían extensísimos y, en última instancia, no resuelven el problema subyacente de coordinación. Mutualizar la deuda preexistente no resuelve los problemas de los países con escasa holgura fiscal como ya explicamos en Díaz y Puch (2020). Pero la inacción, como ya han entendido la Comisión y el Consejo Europeo, no es una opción porque el diseño incompleto actual tiene consecuencias indeseadas. Por ejemplo, durante la crisis del euro el rendimiento de los bonos alemanes alcanzó niveles históricamente negativos. La razón es que los agentes privados interpretaron que el único activo sin riesgo denominado en euros era el bono alemán. La pregunta es ¿cuánto de ese rendimiento negativo se debió a la crisis del euro y a la ausencia de un activo común sin riesgo? Todo sugiere que durante esos años se produjo una transferencia desde los países con problemas financieros a los países sin problemas fiscales por la falta de ese activo común. Estas consecuencias crean muchas tensiones económicas y políticas que ponen en peligro el proyecto europeo.

El coste político de malos mecanismos para mutualizar riesgos

La falta de buenos mecanismos para compartir riesgos de forma privada no solo lleva a asignaciones ineficientes de mercado, sino que justifican respuestas políticas no coordinadas que agravan aún más

la situación. Un ejemplo muy claro ha sido la falta de coordinación sanitaria a nivel europeo y las reacciones proteccionistas al comienzo de la pandemia. La interrupción de las cadenas de suministro mundiales provocada por el virus ha cambiado el significado del término «industrias estratégicas» y hay llamados a reducir la especialización del país como una forma de proteger la economía contra *shocks* externos. La lógica subyacente de este argumento es que si los mecanismos de mutualizar riesgos de la UE no funcionan cuando más necesarios son, lo mejor es reducir las fluctuaciones de los ingresos diversificando las actividades sectoriales dentro de los países. Esta perspectiva nacionalista es fuente de grandes tensiones políticas y una gran amenaza, no solo para el Mercado Único, sino para el proyecto europeo.

Eurobonos y capacidad fiscal común

Como hemos analizado arriba, necesitamos un activo común sin riesgo para que los mecanismos de mutualización de riesgo privados (sistema bancario y mercado de capitales) funcionen correctamente y nos permitan avanzar en el proceso de integración económica. Más aún, como ya han reconocido la Comisión y el Consejo Europeo, ese activo sin riesgo debe ser emitido por la Comisión Europea. La razón es que la Comisión representa a todos los ciudadanos de la UE y actúa, aunque sea de forma embrionaria, como el gobierno de la Unión. Su función objetivo es aumentar el bienestar de todos los miembros de la Unión y, por tanto, es la institución que tiene en cuenta todos los efectos cruzados de las acciones de los agentes y gobiernos de cada país. Es decir, es nuestro planificador central.

Un estudio de la Comisión Europea (2020), basándose en el trabajo de Guidice *et al.* (2019), entre otros, estima que para que ese activo común tenga un impacto significativo en la integración y estabilidad financiera de la UE debería tener un volumen entre el 13 y el 30 % del PIB de la zona euro. Para asegurar

su liquidez, además, ese activo debe emitirse con varios vencimientos y así construir una estructura de plazos libre de riesgo en toda la zona euro. El Fondo *Next Generation* propuesto por la Comisión Europea y aprobado el pasado 21 de julio en el Consejo Europeo tiene un volumen de 750.000 millones de euros que será íntegramente financiado con bonos emitidos por la Comisión. Por primera vez la Unión Europea, como tal, va a endeudarse en los mercados para financiar un programa propio. Se trata, por tanto, de los ansiados eurobonos en su forma mejor. El volumen del Fondo viene a ser alrededor del 6 % del PIB de la zona euro en 2019. Es decir, desde un punto de vista estrictamente financiero, la cantidad de eurobonos que se pretende poner en circulación aún se queda muy lejos del volumen que la propia Comisión estima necesaria para fortalecer el mercado de capitales únicos y la integración bancaria, pero es un comienzo.

La existencia, ya *de facto*, del activo común sin riesgo, nos debe llevar a pensar en la capacidad fiscal común, como también defienden Pisani-Ferry *et al.* (2013). La razón es que sin respaldo fiscal ese activo se convertiría en una burbuja que, por definición, no es segura. El acuerdo del 21 de julio ha dejado sin resolver la forma en que la Comisión pagará el servicio de esa deuda y se ha pospuesto el debate para más adelante durante la vigencia del Marco Financiero Plurianual 2021-27.

Capacidad fiscal común, incentivos y bienes públicos

Desde un punto de vista de eficiencia la creación de los eurobonos y los instrumentos fiscales comunes necesarios para financiarlos (ya sea la tasa digital, impuestos sobre plásticos u otros) abre la puerta al comportamiento fiscal estratégico de los países miembros. Es decir, crea un problema de incentivos. Es la posible relajación en la disciplina fiscal tan temida por los gobiernos de algunos países miembros y que se puso sobre la mesa en la reunión del Consejo Europeo

del 27 de julio. Persson y Tabellini (1996) fueron a la raíz del problema y directamente analizaron los problemas de riesgo moral que la mejora de los mecanismos de mutualización de riesgos puede conllevar. En ese artículo estos autores demuestran que en el equilibrio político-económico no cooperativo de una confederación (es decir, el que tendríamos si todas las decisiones se tomaran en el Consejo Europeo sin el contrapeso de la Comisión y el Parlamento Europeos) el sostenimiento de los mecanismos de mutualización de riesgos viene acompañado de una inversión en bienes públicos menor de lo que es socialmente deseable. Y esto es así porque los votantes de cada país no internalizan los beneficios que obtienen de la inversión en bienes públicos de los otros países⁹. Hay dos alternativas institucionales que palían el problema de riesgo moral: la primera consiste en reforzar los mecanismos públicos de mutualización para que el plazo en que se puedan cambiar sea mucho más largo que el plazo en que los ciudadanos de cada país pueden decidir sobre sus cuestiones locales. Este resultado da una base teórica al hecho de que el Marco Financiero Plurianual se planifique con un horizonte temporal —siete años— mucho más largo que el típico de un presupuesto público de un país. Este argumento, también, sería la base teórica para financiar el Fondo *Next Generation EU* con bonos a perpetuidad, como pidieron Giavazzi y Tabellini (2020), entre otros. El acuerdo alcanzado es que el Fondo debe pagarse para 2058. Es decir, no se considera un horizonte temporal superior a 40 años. Esto tiene sentido dado el nivel de incertidumbre que tenemos sobre el desarrollo de la pandemia y su efecto final sobre la economía.

La otra vía institucional que proponen Persson y Tabellini (1996), y que produce una asignación de recursos Pareto superior a la primera vía estudiada,

⁹ Su modelo es muy estilizado y no pueden estudiar el papel de la deuda pública, pero la lógica de su argumento también aplica a ese caso. Su resultado es mucho más potente si tenemos en cuenta que, como hemos explicado, los bienes públicos son necesarios para desarrollar los mecanismos privados de mutualización de riesgos.

es dotar directamente a la institución común, que en nuestro caso es la Comisión Europea, de instrumentos para facilitar la mutualización de riesgos entre ciudadanos de diferentes países. Es decir, para evitar problemas de riesgo moral, hay que traspasar al organismo supranacional políticas que, hasta ahora, están en manos de los gobiernos de los países. El ejemplo más claro sería crear un verdadero seguro europeo haciendo que las prestaciones por desempleo fueran financiadas por la Comisión¹⁰. El análisis de las secciones anteriores nos lleva de forma lógica a pensar en bienes públicos europeos. Como expliqué arriba, los bienes públicos son esenciales para hacer frente a eventualidades, como la COVID-19, que, por su naturaleza hacen que la respuesta individual sea ineficiente. También hemos constatado que los bienes públicos son una forma excelente de asegurarnos contra riesgos, especialmente cuando establecer contratos contingentes privados es imposible o simplemente demasiado costoso. Un ejemplo muy claro de un bien público que habría ahorrado muchos problemas de coordinación es una Agencia de Salud Europea que coordinara todas las Agencias de Salud Pública Nacionales.

Fuest y Pisany-Ferri (2019), en esta línea, nos recuerdan que uno de los primeros objetivos de la Comunidad Europea era, exactamente, la construcción de bienes públicos y defienden que la inversión en ellos debe tener precedencia al resto de posibles objetivos de la Unión Europea. Como hemos explicado arriba, la creación de bienes públicos y el buen diseño de instituciones es un prerrequisito para la mutualización de riesgos y la integración económica. Hay, además, otros ámbitos donde la actuación concertada de todos los países lleva a una asignación Pareto superior, ya sea porque tienen enormes externalidades, porque hay rendimientos crecientes a escala o se trate propiamente de bienes públicos. Por eso, acometer conjuntamente la inversión en Investigación y Desarrollo,

¹⁰ Véase Dolls *et al.* (2018).

dirigir la transformación digital de la economía y la reconversión energética, los impuestos sobre el carbono, el Emissions Trading System (ETS) y la política migratoria deberían ser nuestros objetivos prioritarios para facilitar la integración económica europea.

3. El Marco Financiero Plurianual 2021-2027 y el Fondo de Recuperación

Nos encontramos actualmente en una situación en la que un *shock* de corto y medio plazo, la COVID-19, amenaza la economía de los países de la Unión Europea y que ha puesto de manifiesto que el diseño incompleto de las instituciones europeas hace muy difícil la respuesta coordinada contra una gigantesca externalidad negativa inesperada. El impacto desigual de la pandemia y los problemas fiscales de muchos países amenazan el Mercado Único mientras que las respuestas populistas a la crisis ensombrecen el proyecto europeo. Al mismo tiempo, en el largo plazo, es perentorio afrontar, simultáneamente, las transiciones digital y ecológica. Los retos a los que se enfrenta la Unión Europea tanto en el corto como en el largo plazo comparten el hecho de ser fallos de mercado. Esto es importante. La COVID-19 es una externalidad negativa, así como el cambio climático. Tras la transformación de principios del siglo XXI las tecnologías del sector digital tienen costes marginales casi nulos. Las grandes empresas del sector son monopolios gigantescos que eliminan activamente la competencia allí donde surge, muchas veces bajo la forma expeditiva de comprar a los rivales que surgen. El otro gran fallo —en este caso institucional— al que se enfrentan todos los países es que las empresas tienen una gran movilidad internacional por lo que, en ausencia de coordinación, la competición por capturar bases imponibles lleva a un nivel impositivo sobre las empresas ineficientemente bajo y que discrimina a las pequeñas y medianas empresas que son menos móviles. Finalmente, el poder del Consejo Europeo introduce un elemento de negociación no cooperativa

en el proceso decisorio de la Unión Europea que, como demuestran Persson y Tabellini (1996) lleva a asignaciones ineficientes.

Este es el contexto en el que debemos analizar el proceso de gestación del Marco Financiero Plurianual (MFP) 2021-2027 y del Fondo de Recuperación. El Servicio de Investigación del Parlamento Europeo, en su informe sobre la propuesta del Marco Financiero Multianual 2021-2027 (véase EPRS, 2018) iba al corazón del asunto. Respecto al MFP 2014-2020, la propuesta para los siguientes siete años organiza las partidas de gasto de forma diferente, poniendo de manifiesto el cambio de prioridades en la Comisión que apuesta, correctamente, por invertir en bienes públicos y en incentivar la transición digital y ecológica. Esto sigue siendo así en el presupuesto finalmente aprobado por el Consejo Europeo. Los fondos que se ven reducidos son los dedicados a la Política Agrícola Común y a los Fondos de Cohesión. El tamaño del presupuesto es ligeramente menor que el anterior, pero sigue estando en torno al 1 % del PIB de la UE. Cabe preguntarse si invertir el 1 % del PIB es un nivel de inversión pública adecuada dada la urgencia de afrontar el cambio climático y la transformación digital de la economía. Y también cabe preguntarse si el aumento de presupuesto en esas partidas debe hacerse sacrificando parte de la Política Agrícola Común (PAC) y los Fondos de Cohesión, y si no debería mantenerse estas partidas supeditadas al objetivo de la transición ecológica.

Con este Marco Financiero Plurianual, el Fondo de Recuperación aparece como un mecanismo con una potencia sustancial (su dotación equivale casi al 70 % del presupuesto anual de la UE) que busca hacer frente al *shock* asimétrico de la COVID-19 minimizando los problemas de riesgo moral. La solución ha sido crear un fondo incluido en el Marco Financiero Plurianual y que responde a los objetivos de la Unión Europea. Esto es, por una parte, una mayor intervención de la Comisión Europea y, por otra, condicionalidad con mayúsculas. El Cuadro 1 muestra la composición del

CUADRO 1

COMPOSICIÓN DEL FONDO DE RECUPERACIÓN PARA EUROPA, NEXT GENERATION EU
(Porcentaje sobre el total de cada partida superior)

	Propuesta de la Comisión	Aprobado en Consejo
TOTAL (%)	100,0 %	100,0 %
Ayudas a los gobiernos	87,3 %	98,3 %
Mecanismo de Recuperación y Resiliencia	85,5 %	91,2 %
Préstamos	44,6 %	53,5 %
Subvenciones	55,4 %	46,5 %
REACT-EU	7,6 %	6,4 %
PAC y Fondo de Transición Justa	6,9 %	2,4 %
Ayudas a empresas	7,5 %	0,7 %
Instrumento de Apoyo a la Solvencia	46,2 %	0,0 %
Fondo InvestEU	53,8 %	100,0 %
Bienes públicos	5,2 %	0,9 %
Programa de Salud	19,9 %	0,0 %
RescEU	5,2 %	27,5 %
Horizon Europe	34,9 %	72,5 %
Países de Vecindad	40,1 %	0,0 %
TOTAL (miles de millones de euros)	750	750

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Enrique Feás.

Fondo propuesto por la Comisión y el que ha sido aprobado en la reunión del Consejo Europeo el 21 de julio pasado. El Fondo tiene tres grandes partidas según el destinatario. La primera partida son subvenciones o préstamos a los gobiernos de los países miembros. La segunda son ayudas directas a empresas. La tercera son bienes públicos propiamente europeos. La gran novedad de la propuesta de la Comisión era la partida de ayudas directas a las empresas y el aumento de fondos para construir bienes públicos europeos.

La versión final aprobada por el Consejo Europeo mantiene la dotación total del Fondo pero reduce drásticamente las partidas dedicadas a ayudas directas y a bienes públicos europeos. Para compensar, aumenta la dotación del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (destinado a los gobiernos) y se incrementa ligeramente el porcentaje de préstamos dentro

del Mecanismo. La versión final del Fondo sacrifica sus aspectos más innovadores que apostaban firmemente por la creación de bienes públicos europeos y ensanchar el papel de la Comisión (y, por tanto, del Parlamento) en la gobernanza europea para mantener el poder de los gobiernos y del Consejo. Es decir, la versión aprobada tiene menos mecanismos que la propuesta de la Comisión para resolver los problemas de riesgo moral y mejorar los mecanismos de mutualización. Esta es una visión miope de lo que debe ser Europa, pero creo que hay lugar para el optimismo. Todos los actores principales de la UE ya han aceptado que la Comisión Europea debe emitir deuda pública para financiar un programa propio y esto es un gran avance.

En cuanto a España, la cuantía del Fondo que recibiría alcanza el 11 % de nuestro PIB. Para hacernos

una idea de su magnitud, pensemos que las medidas adoptadas para luchar contra la pandemia y la crisis comprometen un poco más del 13 % del PIB. Estamos hablando de solidaridad europea con mayúsculas. Sería deseable que aumentara las partidas dedicadas a avales ICO para empresas y poder sostener el tejido productivo.

4. El reto de la fiscalidad europea

Para acabar, queda pendiente la creación de una verdadera fiscalidad europea que elimine las rebajas concedidas a diferentes países en sus contribuciones al presupuesto europeo. La competencia fiscal solo lleva a una competencia donde todos pierden. Queda pendiente crear un instrumento fiscal común. Este debate se abrirá pronto, porque tenemos que financiar el Fondo de Recuperación. Deberíamos estar preparados. Y lo cierto es que lo estamos. Hay muchísimos informes, estudios y propuestas de la Comisión Europea para sentar las bases de un sistema fiscal europeo. Falta la voluntad política de hacerlo porque, al fin y al cabo, se trata de renunciar a soberanía nacional.

El candidato obvio para el instrumento común es el impuesto sobre sociedades. Hay tres razones, al menos, por las cuales la fiscalidad sobre las empresas debería decidirse a nivel europeo. Primero, el hecho de que las empresas puedan trasladar fácilmente su domicilio y las plantas de producción lleva a los países a competir a la baja para atraer a las empresas. En segundo lugar, cualquier política industrial europea puede compensarse con impuestos a nivel de país. En tercer lugar, el tamaño mismo de muchas empresas hace que puedan tener una gran influencia sobre el gobierno de un solo país, pero mucho menor en el conjunto de la Unión. Es decir, la descoordinación en la imposición de las empresas daña el Mercado Único. Para llegar a un impuesto sobre sociedades europeo hay que operar en etapas.

El primer paso sería crear un impuesto único sobre las empresas del sector digital. El proyecto *Fiscalidad justa*

de la economía digital (Comisión Europea, 2018) incluye dos propuestas: una reforma del impuesto sobre sociedades para que los beneficios de las empresas se graven donde se producen y un impuesto provisional que cubra las actividades digitales que actualmente escapan a los impuestos en la UE. Esta iniciativa es importante porque va dirigida a empresas que no pagan impuestos. Es decir, tiene como objetivo resolver un problema de justicia horizontal y eficiencia, ya que no pagar impuestos es el mayor obstáculo a la competencia. Como dije en el apartado 1, la crisis de la COVID-19 ha desplazado el gasto de los hogares desde los servicios presenciales a los servicios digitales. Un *shock* inesperado ha hecho que su demanda sea, si cabe, más inelástica. Las ganancias derivadas de ese *shock* deben revertir a la sociedad. La Comisión Europea estima que un impuesto del 3 % sobre los servicios digitales generaría 5 mil millones de euros. Para poner esta cantidad en perspectiva, debemos tener en cuenta que si la Comisión emite deuda por valor de 750 mil millones de euros con un rendimiento real anual del 1 %, debe pagar anualmente 7,5 mil millones de euros. Es decir, la tasa digital financiaría dos tercios del servicio de la deuda.

El segundo paso sería impulsar la base imponible consolidada común del impuesto de sociedades (Comisión Europea, 2016). Las empresas europeas enfrentan 28 códigos impositivos y tienen muchas oportunidades para trasladar ganancias y usar las lagunas legales para reducir su factura impositiva. Esta fragmentación es una barrera para el Mercado Único pero también es una forma ineficiente de gravar a las empresas. Según la Comisión, el 70 % de las ganancias de las empresas se transfiere entre países de la UE solo por razones fiscales. Esta competencia fiscal lleva a una *race to the bottom*, que es ineficiente por dos razones. Primero, porque pone la carga de los impuestos sobre la acumulación de capital humano. En segundo lugar, sin ingresos fiscales no podemos construir bienes públicos comunes que sean esenciales para combatir la pandemia de COVID-19 y el cambio climático. Según las estimaciones de la Comisión, las empresas de la UE

podrían reducir sus costes fiscales un 2,5 % de existir una base imponible consolidada para las empresas. Los impuestos sobre las sociedades recaudan el 2,7 % del PIB en toda la UE en 2017 (ver Comisión Europea, 2019). La recaudación de estos ingresos podría hacerse de una manera mucho más eficiente.

El paso final sería eliminar gradualmente las contribuciones directas de los países al presupuesto de la UE, que están sujetas a muchas negociaciones, y reemplazarlas con los ingresos de un impuesto sobre sociedades europeo. Según Eurostat, el impuesto de sociedades recauda, en media, el 2 % del PIB europeo. Simultáneamente, se centralizaría en la Comisión todas las competencias en materia de ayudas a empresas y fomento de la competencia. Es decir, no se trata de contribuir más a la UE sino de delegar en la UE los programas de política industrial y los recursos para financiarlos.

Además, para impulsar la transformación ecológica, es necesario aclarar el Sistema de Comercio de Emisiones de la UE y, tal vez, deberían restringirse los derechos de emisión. El sistema de subastas debe revisarse teniendo en cuenta la respuesta dinámica de las empresas. También deberíamos considerar la introducción de un impuesto al carbono, que se aplica en origen en el combustible cuando se extrae o importa, lo que simplifica su administración. Estas dos formas de gravar a las empresas deberían coordinarse dentro de la base común del impuesto sobre sociedades.

5. Comentarios finales

En este artículo he explicado que el proceso de integración económica, para avanzar, necesita del establecimiento de mecanismos para mutualizar riesgos. Algunas voces aducen que el mercado puede ofrecer esos mecanismos (integración bancaria y de mercado de capitales) pero olvidan que los mecanismos privados funcionan correctamente en ausencia de fallos de mercado. Por tanto, se necesitan instituciones públicas que actúen contra esos fallos de mercado. Esto quiere decir

que, en última instancia, para avanzar en la integración económica hay que hacerlo, simultáneamente, en la integración institucional. No solo eso, sino que la especialización productiva que trae la integración económica es una fuente de grandes costes cíclicos en ausencia de instituciones completas. Por poner un ejemplo, la Unión Monetaria, en ausencia de capacidad fiscal, se vuelve una camisa de fuerza en momentos de crisis económica. Todo esto ha quedado claro para todos los actores políticos de la Unión Europea tras la irrupción de la COVID-19. También ha quedado claro que, sin completar instituciones, es fácil dudar de los beneficios de la Unión Europea. Se podría decir que este argumento a favor de una mayor integración europea es muy pobre: «hay que avanzar porque retroceder es muy costoso». Pero no podemos perder de vista que las verdaderas ganancias provienen de competir, en igualdad de condiciones, con Estados Unidos y China. Por eso creo que hay unas enormes ganancias de escala al avanzar en la integración institucional. Ambos competidores nos llevan delantera en el sector digital, pero Europa tiene las condiciones para liderar la transición ecológica mundial.

Creo que hay que evaluar el nuevo MFP y el Fondo de Recuperación como parte del proceso dinámico de integración. En este contexto, creo que se trata de un paso positivo, aunque demasiado pequeño. No podemos olvidar que la pertenencia a la Unión Europea no es algo irreversible. Es posible abandonarla. Por eso es muy necesario definir bien, cuantificar y explicar a la ciudadanía las ganancias de participar en el proyecto común.

Referencias bibliográficas

- Admati, A., & Hellwig, M. (2014). *Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about it*. Princeton University Press.
- Anderson, J., Bergamini, E., Brekelmans, S., Cameron, A., Darvas, Z., Domínguez Jiménez, M., Lenaerts, K., & Midões, C. (2020). [The Fiscal Response to the Economic fallout from the Coronavirus](#). *Bruegel Institute*.
- Atalay, E. (2017). [How Important Are Sectoral Shocks?](#)

- American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(4), 254-280.
- Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P.-O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B., & Zettelmeyer, J. (2018). [Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform](#). *CEPR Policy Insight* No. 91.
- Bhatia, A. V., Mitra, S., Weber, A., Aiyar, S., de Almeida, L. A., Cuervo, C., ... Gudmundsson, T. (2019). A Capital Market Union for Europe. *IMF Staff Discussion Notes*, (19/07).
- Campos, N. F., Coricelli, F., & Moretti, L. (2019). [Institutional integration and economic growth in Europe](#). *Journal of Monetary Economics*, 103(C), 88-104.
- Comisión Europea (2016). [Common Consolidated Corporate Tax Base](#).
- Comisión Europea (2018). [Fair Taxation of the Digital Economy](#).
- Comisión Europea (2019). [Taxation trends in the European Union](#).
- Comisión Europea (2020). [How could a common safe asset contribute to financial stability and financial integration in the banking union?](#)
- Corsetti, G., Dedola, L., & Leduc, S. (2008). [International risk sharing and the transmission of productivity shocks](#). *The Review of Economic Studies*, 75(2), 443-473.
- Díaz, A. y Puch, L. A. (2020). Economía de Tiempos de Pandemia. En Á. De la Fuente, J. F. Jimeno y T. Roldán (Coords), *La economía española en tiempos de pandemia: una primera aproximación* (pp. 105-115). Debate.
- Dolls, M., Clemens, F., Neumann, D., & Peichi, A. (2018). [An unemployment insurance scheme for the euro area?](#) In J. Andritzky & J. Rocholl (eds.), *Towards a More Resilient Euro Area - Ideas from the 'Future Europe' forum* (pp. 11-20). CEPS, ESMT Berlin, German Council of Economic Experts.
- Draghi, M. (2019). [Stabilisation Policies in a Monetary Union](#). [Speech].
- EPRS. (2018). [2021-2027 Multiannual Financial Framework and New Own Resources. Analysis of the Commission's Proposal](#).
- Farhi, E., & Tirole, J. (2018). [Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops](#). *Review of Economic Studies*, 85(3), 1781-1823.
- Felbermayr, G., Gröschl, J. K., & Heiland, I. (2018). [Undoing Europe in a new quantitative trade model](#). *Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich*. Ifo working paper No. 250.
- Fuest, C., & Pisani-Ferry, J. (2019). [A Primer on Developing European Public Goods: A report to Ministers Bruno Le Maire and Olaf Scholz](#).
- Giavazzi, F., & Tabellini, G. (2020). [Covid perpetual eurobonds: jointly guaranteed and supported by the ECB](#). *VoxEU*.
- Giudice, G., de Manuel, M., Kontolemis, Z., & Monteiro, D. P. (2019). [A European safe asset to complement national government bonds](#). *MPRA Paper* No. 95748.
- Hoffmann, M., Maslov, E., & Sørensen, B. E. (2019a). [Small Firms and Domestic Bank Dependence in Europe's Great Recession](#). *CESifo Working Paper Series* No. 7897.
- Hoffmann, M., Maslov, E., Sørensen, B. E., & Stewen, I. (2019b). Channels of Risk Sharing in the Eurozone: What Can Banking and Capital Market Union Achieve? *IMF Economic Review*, 67(3), 443-495.
- Imbs, J. (2004). Trade, Finance, Specialisation and Synchronisation. *Review of Economics and Statistics*, 86(3), 723-734.
- Jaccard, I., & Smets, F. (2020). Structural Asymmetries and Financial Imbalances in the Eurozone. *Review of Economic Dynamics*, 36, 73-102.
- Kalemli-Ozcan, S., Sørensen, B. E., & Yosha, O. (2003). Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence. *American Economic Review*, 93(3), 903-918.
- Kehoe, T. J., & Levine, D. K. (2001). Liquidity constrained markets versus debt constrained markets. *Econometrica*, 69(3), 575-598.
- Koester, G., & Priesmeier, C. (2017). Revenue elasticities in euro area countries. *European Central Bank, Working Paper Series* No. 1989.
- Martínez, J., Philippon, T., & Sihvonen, M. (2019). [Does a currency union need a capital market union? Risk sharing via banks and markets](#). *National Bureau of Economic Research* No. w26026.
- Mayer, T., & Vicard, V., Zignago, S. (2018). The Cost of Non-Europe, Revisited. *Banque de France, Working papers* No. 673.
- Mongelli, F. P., Reinhold, E., & Papadopoulos, G. (2016). [What's so special about specialization in the euro area](#). *European Central Bank, Occasional Paper Series* No. 168.
- Motta, M., & Peitz, M. (2020). [State Aid Policies to the COVID-19 Shock: Observations and Guiding Principles](#). *Intereconomics*, 55(4), 219-222.
- Mourre, G., & Princen, S. (2019). The dynamics of tax elasticities in the whole European Union. *CESifo Economic Studies*, 65(2), 204-235.
- Persson, T., & Tabellini, G. (1996). [Federal Fiscal Constitutions: Risk Sharing and Moral Hazard](#). *Econometrica*, 64(3), 623-646.

- Pisani-Ferry, J., Vihriälä, E., & Wolff, G. B. (2013). [Options for a Euro-area fiscal capacity](#). *Bruegel Policy Contribution*, No. 2013/01.
- Prades Illanes, E. y Tello Casas, P. (2020). [Heterogeneidad en el impacto económico del Covid-19 entre regiones y países del área del euro](#). *Boletín Económico del Banco de España*, (2), 1-18.
- Reis, R. (2019). The second decade of the euro: old challenges in new clothes. In ECB Forum on Central Banking, *20 Years of European Economic and Monetary Union* (pp. 132-141). European Central Bank.
- Veld, J. (2018). The economic benefits of the EU Single Market in goods and services. *Journal of Policy Modeling*, 41(5), 803-818.