

La UE ante la emergencia y el día después

Enrique Feás | Técnico Comercial y Economista del Estado e investigador senior asociado del Real Instituto Elcano | @EnriqueFeas 

Gonzalo García Andrés | Director de Economía de Analistas Financieros Internacionales | @gongarand 

Tema

La pandemia de la COVID-19 es común a toda la UE, y requiere soluciones comunes que garanticen un adecuado control sanitario y una revitalización económica sin los errores de la última crisis financiera, totalmente distinta de la crisis actual. Hay elementos de bienes públicos europeos, de gobernanza y de eficiencia que no han sido suficientemente analizados en las soluciones planteadas hasta el momento y que son clave para impedir una mayor divergencia real a medio plazo dentro de la eurozona que amenace el proyecto europeo.

Resumen

Este documento analiza la insuficiencia del enfoque del Eurogrupo y del Consejo Europeo al plantear el gasto común para combatir la pandemia de COVID-19 como la suma de gastos individuales reforzados por un apoyo financiero crediticio, lo que limita el esfuerzo de los países con menor margen fiscal y reduce el impulso fiscal medio de la Eurozona. Las medidas de apoyo deben partir de las necesidades de gasto (el activo o la aplicación de fondos), sin atascarse en el debate sobre cómo financiarlas (el pasivo o el origen de fondos), y deben ser comunes por razones no sólo de solidaridad, sino también de eficiencia. La UE necesita una cantidad suficiente de bienes públicos tradicionales como la estabilidad financiera y novedosos como la seguridad sanitaria, que no quedan garantizados por las medidas aprobadas hasta el momento, más allá de que supongan un innegable avance. La definición por el Consejo Europeo del tamaño, alcance y funcionamiento del futuro Fondo de Recuperación será clave para evaluar el conjunto de la respuesta europea. El documento repasa los gastos necesarios y las distintas posibilidades de financiación, incluyendo consideraciones de lo imprescindible para su viabilidad política.

Análisis

El debate sobre la necesidad de una intervención fiscal europea para hacer frente a la crisis del coronavirus se va encauzando poco a poco. El pantanoso terreno moral inicial ha dejado paso a una discusión técnica y política que ha cristalizado en el acuerdo del Eurogrupo del 9 de abril, articulado sobre cuatro elementos: (1) un uso flexible de los fondos estructurales; (2) una nueva línea de crédito de emergencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) sin condicionalidad; (3) un fondo de garantía para la financiación empresarial a través del BEI; y (5) un mecanismo de asistencia financiera –bautizado como SURE– gestionado por la Comisión y destinado a sufragar los gastos

de los esquemas de reducción temporal de empleo (como los ERTE en España). La quinta pieza es el Fondo de Recuperación, que deberá nutrirse del presupuesto de la UE, pero utilizando también la emisión de deuda, y ejecutarse con espíritu de solidaridad. El Consejo Europeo del 23 de abril está llamado a rubricar el acuerdo y a concretar los perfiles de este instrumento.

(1) Voluntad correcta, resultado insuficiente

Pese a algunos errores iniciales, lo cierto es que la respuesta de la UE a la crisis del coronavirus ha sido bastante razonable, con un BCE comportándose al fin como un banco central normal y con los gobiernos tratando de cubrir todos los frentes, aunque con distintos niveles de ambición. Pero razonable no quiere decir suficiente, porque tras la emergencia sanitaria hará falta un gran impulso europeo, y por ahora éste es demasiado modesto. Tenemos que darle la vuelta al enfoque, que hasta ahora ha sido prisionero de la dialéctica sobre los eurobonos: lo primero es definir qué necesitamos hacer en común (los gastos, por el lado del activo) y después habrá que definir las fórmulas excepcionales y prácticas para financiarlo (la emisión de deuda, por el lado del pasivo).

Porque, tras la emergencia sanitaria, llega la emergencia económica. El impacto en el crecimiento y el empleo es catastrófico y los riesgos para la estabilidad del euro son enormes y no podemos minusvalorarlos. La UE se la juega, y no es exagerado afirmar que, si vuelve a fallar como lo hizo en la crisis de 2010-2012, las heridas todavía abiertas podrían acabar resultando mortales para el proyecto europeo, como ya ha advertido Jacques Delors.

Hasta ahora se ha insistido en que la pandemia es un problema común, y como tal ha de ser afrontado de forma solidaria. Pero no es sólo una cuestión de solidaridad: este es un caso claro en el que se requiere un impulso fiscal a escala europea por razones de eficacia y de eficiencia.

Esto se debe a que, si el gasto se realiza en función de la capacidad financiera individual de cada Estado miembro, será insuficiente. Esta pandemia da lugar a cuatro tipos de necesidades, con tres grados de urgencia. Con **carácter inmediato** se necesitan elementos de gestión sanitaria (material, personal, hospitales, UCI...) y un apoyo fiscal a empresas y familias que evite que la congelación de la economía se transforme en un desmoronamiento del tejido productivo y financiero; con **carácter urgente** se requiere conocimiento en forma de instrumentos de diagnóstico y datos fiables sobre los que basar una estrategia segura de salida del confinamiento; y con **carácter no inmediato** en su definición, pero sí en su formulación política, hará falta un programa europeo de impulso de la demanda y reparación de parte de la oferta que permita la recuperación del crecimiento y del empleo y evite tensiones financieras. El tamaño necesario de este último, de ese Fondo de Recuperación en el que se ha empezado a trabajar, va a superar cualquier cosa vista antes en Europa.

El problema es que no se acaba de superar el enfoque individual. EEUU ha aprobado un gigantesco paquete fiscal con un impulso inmediato del 5,5% del PIB, según las estimaciones de Bruegel (Anderson *et al.*, 2020); la misma fuente estima que las

medidas anunciadas en Alemania suponen un 6,9% y en los Países Bajos un 1,6%. Frente a estos potentes impulsos, los dos países hasta el momento más afectados han anunciado, sin embargo, medidas mucho más modestas (del 0,9% del PIB en el caso de Italia y del 1,1% en el caso de España, a 16 de abril). El motivo es evidente: estos países no han sido más ambiciosos no porque no lo necesiten, sino porque temen por la sostenibilidad de su deuda. El problema es que, como consecuencia, el impulso fiscal en la eurozona podría ser muy inferior al de otras economías desarrolladas (el Eurogrupo calcula que, en media, se sitúa en el 3%) y, además, con una composición por países muy desequilibrada.

La velocidad y el daño catastrófico de esta crisis obligan a que la política económica responda de manera ágil, contundente y coordinada. Tienen que activarse todos los resortes. En la UE, y de manera más acuciante en el área euro, la política monetaria, la política fiscal y el resto de ámbitos donde existe una competencia compartida y un interés común tienen que estar bien alineados.

(2) El lado del activo: una provisión insuficiente de bienes públicos europeos

Europa necesita, como mínimo, añadir un impulso fiscal adicional del 3% del PIB. Los defensores del *statu quo* argumentan que las compras masivas y flexibles de deuda pública por parte del BCE ya liberan la capacidad financiera de los Estados para llegar de manera descentralizada a esos tres puntos de impulso fiscal. Olvidan dos factores importantes.

El primero es que si hay algo que caracteriza a una pandemia son sus efectos externos, que dan lugar, en el contexto actual, a nuevos bienes públicos europeos sobre los que no se había reflexionado lo bastante: la **propia sanidad**, porque uno no sólo se infecta, sino que infecta a muchos otros, y un país no puede estar seguro si su vecino tiene muchos casos descontrolados o adopta una política de contención o de salida del confinamiento diferente; o **los datos**, que puestos en común permiten una salida mucho más eficiente del confinamiento y del control de fronteras –como la propuesta de Gros (2020) de usar las estadísticas de ingresos y condiciones de vida EU-SILC para averiguar la extensión real de la pandemia en Europa–.

Estos nuevos bienes públicos hay que sumarlos a otros tres consustanciales al propio proyecto europeo: la preservación del **mercado único** –amenazado por los controles aduaneros y las restricciones a la libre circulación de personas o al material médico–, la **estabilidad financiera** y la **preservación del euro**. La amalgama de soluciones nacionales no es eficiente en este entorno, porque los países no internalizan los efectos externos de sus acciones y la provisión de bienes públicos es insuficiente.

Y este es precisamente el segundo factor que se olvida: que una respuesta insuficiente ante la crisis del coronavirus amenaza a un bien público esencial como la estabilidad financiera de la eurozona, ya que resulta imprescindible que ese gasto se realice sin tensiones en los mercados de deuda soberana ni conflictos futuros con las reglas fiscales del área euro. Adelantemos el reloj un año para coincidir con el momento en que los Estados miembros tengan que comunicar el cierre de sus cuentas de 2020 a la Comisión. El efecto de la fuerte caída del PIB nominal y del aumento del déficit puede

umentar la deuda pública de los países entre 10 y 15 puntos del PIB. La media del área rozaría el 100%, mientras Italia se situaría en torno al 150% y España cerca del 110%. Se entiende ahora por qué las dos economías grandes del sur están siendo prudentes a la hora de diseñar su apoyo fiscal, a pesar de daño catastrófico que están sufriendo. Aun con el BCE comprando en el mercado, el espectro del círculo vicioso de la crisis de 2010-2012, que los aprisionó entre las obligaciones de austeridad y la presión de los mercados, sigue bien presente en los Ministerios de Economía y Hacienda. Los datos de PIB y de empleo que se conozcan en los próximos seis meses van a ser lo peor que se ha visto nunca; si se añaden unas dosis de bajadas de calificación crediticia, alguna quiebra empresarial y dudas sobre los bancos, el cóctel puede resultar explosivo.

Así pues, el gasto que la UE necesita debe acometerse sin que los países tengan que subordinar sus necesidades económicas al control eficaz de la pandemia (poniendo en peligro a toda el área), sin generar dudas sobre la sostenibilidad fiscal de ningún país y sin profundizar las divergencias financiero-fiscales dentro del área el día después de que la pandemia sea vencida. Si lo que hay que preservar es común, ¿por qué condicionar las necesidades a la capacidad fiscal de cada país? Todos los países se benefician del euro, del mercado único, del control de contagios a nivel europeo, de la disponibilidad de datos, y de la estabilidad macro y financiera. Lo más eficiente, eficaz y barato es que una parte importante de ese seguro la proveamos de manera conjunta.

La conclusión es que, para que el impulso fiscal adicional que necesita Europa sea suficiente, debería plantearse de forma conjunta: cuánto se necesita, y no a cuánto podemos llegar con las limitaciones de cada uno. Esta debería ser la decisión fundamental, para asegurar que la combinación de políticas monetaria y fiscal sea la adecuada. Repasemos ahora las opciones para financiarla.

(3) El lado del pasivo: alternativas de financiación

Una primera opción sería la **monetización**. Algunas voces cualificadas consideran que ha llegado el momento del “dinero helicóptero”, haciendo que el banco central financie directamente la expansión del déficit requerida para responder a la pandemia (Galí, 2020). Las ventajas son que refuerza la credibilidad del seguro, es una forma de luchar contra el riesgo de deflación y, además, no supone una mayor carga de la deuda pública para el futuro. Nosotros creemos que existiría margen para evitar un crecimiento excesivo del nivel de deuda sin peligro alguno de generar tensiones inflacionistas (si hay algún riesgo monetario en esta crisis, es el de deflación). No obstante, una solución parecida no cumple el criterio de factibilidad política, porque en su forma estricta estaría prohibida en el Tratado de Funcionamiento de la UE (artículo 123.1) y sería política y jurídicamente inconcebible para algunos países como Alemania.

La vía abierta por el nuevo programa de compra de activos en el mercado secundario (bautizado como *Pandemic Emergency Purchase Programme*) no es tan agresiva, pero sí puede dar lugar a una combinación de políticas adecuada. El Eurosistema va a comprar 870.000 millones de activos de aquí a final de 2020 y lo hará con flexibilidad en cuanto a los límites impuestos para los bonos soberanos. La justificación en términos de salvaguardar la estabilidad de precios es clara, en un entorno de tipos cero y con un choque negativo de esta magnitud. Pero, además, reduce el coste de la expansión fiscal

(a fin de cuentas, la deuda pública en el balance del Eurosistema paga intereses a los propios Estados emisores, que son los accionistas del BCE y de los bancos centrales nacionales, de manera que su coste es cero). Así se llega a la coordinación de las políticas fiscal y monetaria de manera natural. La acción decidida del BCE es esencial para la eficacia de la respuesta europea, pero no es suficiente. Si la situación se agravara en algún Estado miembro, el respeto a la clave de capital como referencia para las compras de bonos podría hacer jurídicamente complejo mantener la uniformidad en la transmisión de la política monetaria en todos los países, que es el compromiso que ha anunciado el Consejo de Gobierno.

La segunda opción sería **emitir deuda**, que es la forma más eficiente de responder a un gran choque negativo temporal, en particular cuando sus efectos son deflacionistas y los tipos de interés están en niveles excepcionalmente bajos. Existen diversas formas de hacerlo y distintas implicaciones, en función del emisor, el tipo de garantía (conjunta o solidaria), el colateral (nuevos fondos, garantías e ingresos asignados) y el carácter temporal o permanente de la deuda. Si tuviéramos una unión fiscal, con un presupuesto común, fuentes de ingresos propias y entidades *ad hoc* de control de gasto, no habría ninguna duda: el Tesoro europeo se encargaría de emitirla. Pero no hay Tesoro europeo, ni se va a crear en cinco minutos, así que es mejor recurrir a las instituciones ya disponibles.

Una primera posibilidad es que la deuda la emita la UE (como entidad con personalidad jurídica propia) y asuma la responsabilidad del pago, con cargo al presupuesto comunitario y con garantía solidaria de los Estados miembros (que no computaría como deuda pública nacional a efectos de Eurostat). Esta modalidad apenas se ha utilizado y es el caso del Programa de Euronotas a Medio Plazo (EMTN) UE-Euratom. Es la propuesta de *Pandemic Solidarity Bonds* de Grund *et al.* (2020).

Una segunda posibilidad es que la deuda la emita la Comisión en nombre de la UE, con cargo al presupuesto comunitario o un fondo especial, con garantía de los Estados miembros y gestión a cargo de la propia Comisión. Es el caso del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF o EFSM) que financió parte del rescate de Irlanda, Portugal y Grecia entre 2010 y 2015, además de otros mecanismos de ayuda para países extracomunitarios como el Mecanismo de Asistencia a la Balanza de Pagos (BoP) y el Mecanismo de Asistencia Financiera (MFA). Las garantías aportadas por los Estados miembros tampoco computan como deuda pública nacional a efectos de Eurostat.

Una tercera posibilidad es que la deuda la emita el Banco Europeo de Inversiones, con cargo a su capital (aportado por los Estados miembros). Es algo que hace habitualmente, aunque para movilizar un volumen de recursos significativo y mantener la máxima calificación crediticia, los Estados miembros tendrían que aprobar una ampliación de capital.

Una cuarta posibilidad es que la deuda la emita una entidad de propósito especial (*Special Purpose Vehicle* o SPV) creada con carácter temporal, con garantías aportadas por los Estados miembros y su propia gobernanza. Es el caso del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF o EFSF) que financió parte del rescate de Irlanda, Portugal

y Grecia entre 2010 y 2015. Es la propuesta de Schularik (2020) de una *European Health Emergency Facility*. Aquí, sin embargo, las garantías nacionales a la deuda de una SPV computan como deuda pública nacional a efectos de Eurostat.

La última y quinta posibilidad es que la deuda la emita el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE o ESM), con cargo a su propio capital (aportado por los Estados miembros de la zona euro y algunos otros), o ampliado para cubrir una línea específica. El MEDE ha financiado el programa de recapitalización bancaria de España y el rescate de Chipre, y dispone de programas de rescate para países sin acceso a los mercados y líneas precautorias para países que aún pueden financiarse, como la Línea de Crédito Precautoria con Condiciones (PCCL) y la Línea de Crédito con Condiciones Reforzadas (ECCL). Hasta ahora, toda la financiación del MEDE estaba sometida a condicionalidad en la política económica. Es la propuesta de *Corona Assistance Facility* de Andritzky (2020), los coronabonos de Bofinger *et al.* (2020) y la *COVID Credit Line* de Bénassy-Quéré *et al.* (2020), apoyada por Erce *et al.* (2020). La deuda del MEDE como tal no computa como deuda pública nacional, pero sí la deuda derivada de préstamos del MEDE a los Estados miembros.

Es importante destacar que si la deuda la emite una entidad supranacional como la UE, el FEEF, el MEDE o el BEI, el Banco Central Europeo podría adquirir hasta un 50% de la misma en el mercado secundario, lo que facilitaría la reducción del coste neto del aumento de deuda respecto a la opción de que cada Estado financie su parte. No obstante, estas compras deberían tener una motivación clara de política monetaria, dado que la sentencia del Tribunal de Justicia de la UE en el caso C-62/14 advierte que la utilización de compra de deuda soberana por parte del BCE en el mercado secundario como método indirecto de financiación de los Estados miembros sería contrario al artículo 123.1 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TJUE, 2015).

¿Hacia dónde nos dirigimos? El acuerdo del Eurogrupo del 9 de abril define una respuesta de emergencia, con tres redes de seguridad para empresas, trabajadores y Estados. Estas redes hacen uso de las instituciones ya vigentes para movilizar recursos que en gran medida toman la forma de préstamos a los Estados Miembros que los necesiten. Se utilizan varias de las formas de financiación explicadas más arriba, que implican la emisión de deuda conjunta.

No debemos menospreciar este avance, que lanza un mensaje útil de pragmatismo político y voluntad de responder de manera conjunta a la pandemia. Pero tiene un problema: su orientación sigue estando marcada por la lógica de la asistencia financiera a los más débiles, los préstamos, y no la política fiscal común.

Figura 1. Comparación de coronabonos con los instrumentos de deuda y garantía aprobados en el Eurogrupo del 9 de abril para combatir la COVID-19

	Coronabonos	Línea de Crédito con Condiciones Mejorada del MEDE (ECCL) con condicionalidad suave	SURE instrumento de mitigación de riesgos de desempleo	Fondo Paneuropeo de Garantía del BEI
Emisor	UE (art. 122 TFUE), generalmente vía Comisión	MEDE	Comisión	BEI
Fondos, garantía o colateral	Permanente o temporal, basado en aumento del presupuesto de la UE (con o sin nuevos ingresos propios) o garantías de los Estados miembros	Capital del MEDE	Garantías aportadas por Estados miembros en proporción a capital del BCE (€25.000 mn)	Garantías aportadas por Estados Miembros en proporción a capital del BCE (€25.000 mn)
Beneficiario	Cualquier país, especialmente los más perjudicados	Países más perjudicados	Estados más afectados, para el apoyo de sus sistemas de mantenimiento temporal del empleo	Empresas de cualquier país, especialmente los más afectados
Aumenta deuda nacional de Estados miembros	No	Sí	Sí	No (sólo en caso de ejecución)
Gestión de los fondos	Consejo/Comisión (mayoría cualificada)	MEDE (unanimidad)	Consejo/Comisión (mayoría cualificada)	BEI (mayoría cualificada)
Volumen	Al menos 3%-4% del PIB de la eurozona	2% del PIB de la eurozona	€100.000 mn (1:4) (máx. para 3 más afectados: 60%)	€200.000 mn (1:8)
Plazo deuda	Largo (20-50 años) o incluso perpetua	A determinar	A determinar	
Condicionalidad o control	Garantía de buen uso de fondos (auditoría)	Garantía de buen uso de fondos. MOU idéntico para todos los países	Garantía de buen uso de fondos (auditoría)	
Fuente	Claeys y Wolff (2020), Grund <i>et al.</i> (2020); MEFF (2020); Garicano (2020)	Consejo Europeo (2020), Ministerio de Finanzas de Alemania (31/3/2020)	Consejo Europeo (2020), Comisión (2/4/2020)	Consejo Europeo (2020), BEI (2020)

Nota: existen otras propuestas, como una emisión a cargo del MEDE (con capital ampliado) de hasta el 8% del PIB de la eurozona, como sugieren Bénassy-Quéré *et al.* (2020), Blanchard (2020), Bofinger *et al.* (2020), Bini Smaghi (2020), Claeys y Wolff (2020) y Erce *et al.* (2020), o combinaciones de instrumentos como proponen Bénassy-Quéré *et al.* (2020b).

Fuente: elaboración propia.

La Línea de Crédito con Condiciones Mejoradas del MEDE (ECCL) de hasta el 2% del PIB con condicionalidad débil (limitada a un buen uso de fondos), propuesta por Alemania (FMFG, 2020) y finalmente aprobada –pese a las reticencias de los Países Bajos, que insistía en una condicionalidad más fuerte–, se destinará a préstamos. Tiene, en el fondo, un diseño similar al del *Rapid Financing Instrument* creado por el FMI en 2011; y es que alemanes y holandeses no ocultan desde hace años que su modelo para el MEDE es el FMI. No se dan cuenta de que, con esta filosofía, entienden que el grado de coordinación fiscal y financiera tiene que ser igual entre las economías del euro que entre Alemania y Australia. Las primeras indicaciones no apuntan a una demanda inmediata de este instrumento, cuyo importe y condiciones no supondría una rebaja sustancial del coste de la deuda. Aun así, si las condiciones de mercado llegaran a empeorar, no habría que descartar su uso. Y queda por aclarar si el uso de esta línea podría bastar para activar las compras de deuda selectivas del BCE (a través de programa de *Outright Monetary Transactions* aprobado en 2012). La ausencia de condicionalidad lo hace poco probable, pero la ECCL era la facilidad que se mencionaba en la nota del BCE sobre el funcionamiento del OMT.

El diseño del SURE es también un paso en falso en la dirección correcta. La Comisión emitirá deuda, utilizando como mejora crediticia las garantías de varios Estados miembros, para dar un préstamo a aquellos que lo soliciten. Como alguien ya ha dicho, es una solución en busca de un problema, porque, ¿para qué montar este procedimiento si el país puede financiarse en el mercado? Lo que necesitaríamos es que la UE, a través de la Comisión, asuma *como gasto*, y *no como préstamo*, el coste de una parte de los salarios que pierden en estas circunstancias. No en España o en Italia, sino en toda la UE y siguiendo unos criterios que se acuerden de forma conjunta, y con los mecanismos de supervisión a nivel europeo que se consideren apropiados. No se puede exigir mutualizar deuda sin renunciar a compartir soberanía fiscal, y probablemente España, Italia y Francia deberían acompañar su demanda de coronabonos de una propuesta seria en este sentido.

(4) El Fondo de Recuperación: diseño, gobernanza y control

La valoración de la respuesta europea a las consecuencias socioeconómicas de la pandemia va a depender del desenlace de la discusión en el Consejo Europeo sobre el Fondo de Recuperación. El informe del presidente del Eurogrupo señala que trabajarán en un instrumento que provea recursos para reactivar la economía a través del presupuesto de la UE de acuerdo con las prioridades europeas (se entiende que el Pacto Verde Europeo y la digitalización, entre las más destacadas) y al principio de solidaridad con los países más afectados. Añade que los recursos deberán tener en cuenta los costes extraordinarios de la crisis actual y permitir su suavización a lo largo del tiempo con financiación apropiada. El diablo, como siempre, estará en los detalles: la fijación del importe, la institución emisora, la consideración o no de la deuda como deuda de los Estados miembros y la institución gestora de los fondos y su método de toma de decisiones.

Respetando estas premisas, consideramos que el Fondo podría diseñarse de acuerdo a los siguientes principios:

- Temporalidad y excepcionalidad. Se trata de responder a una emergencia y conseguir que la economía europea recupere el pulso con el menor coste en términos de empleo, tejido empresarial y potencial productivo. Hay que dar garantías a Alemania, los Países Bajos y el resto de los Estados miembros que vienen apoyando sus posiciones en el debate sobre los coronabonos de que este fondo tendrá una vigencia limitada al período necesario para superar la pandemia y sus consecuencias sobre la economía. Así, se disolvería a los cinco o 10 años, para evitar tentaciones de transformar esta solución de mutualización en permanente.
- Actuaciones de gasto y límites por país. Los recursos del fondo deberían aportar fondos adicionales a las políticas de gasto comunitarias con mayor impacto en la reactivación económica. Podrían desplegarse en forma de gasto (corriente o de capital) y también en forma de garantía para apoyar proyectos de inversión. Entre las actuaciones, tendrían prioridad las relacionadas con el avance rápido en las acciones del Pacto Verde Europeo y la digitalización. También se podrían sufragar gastos para facilitar la reactivación de sectores golpeados por la crisis (por ejemplo, un sistema de diagnóstico unificado que facilite la libre circulación y permita el turismo, o un incentivo a la adquisición de vehículos eléctricos o menos contaminantes). El uso se haría en función de las necesidades y de los proyectos presentados. No obstante, para reducir el riesgo de que se pudiera entender el Fondo como un mecanismo de transferencias a los países del sur, se pueden establecer unos límites máximos de absorción para cada país en función de su PIB y/o del impacto económico de la pandemia.
- Suficiencia de recursos: aportaciones de los Estados miembros y nuevos ingresos. El tamaño del Fondo debe ser suficiente para tener un impacto macroeconómico significativo y, junto a los planes nacionales y las medidas del paquete de emergencia acordado en el Eurogrupo, permitir una expansión fiscal a la altura de las necesidades. En principio, los Estados miembros deberían aumentar su aportación al nuevo Marco Financiero Plurianual, aunque sería deseable que los recursos para este Fondo se asignaran de manera separada, para reflejar la temporalidad. Si se doblara el porcentaje de la renta nacional bruta que supone el presupuesto actual (el 0,904%), podríamos alcanzar una capacidad financiera suficiente, aunque será difícil que el Consejo lo apruebe. Este aumento puede tomar la forma de incrementos en los recursos actuales del presupuesto UE o recurrir a fuentes extraordinarias de ingresos (por ejemplo, la asignación de ingresos basada en el impuesto sobre servicios digitales o en impuestos verdes). No obstante, esta última posibilidad podría resultar más complicada al necesitar unanimidad sobre la creación de un nuevo tributo.
- Emisión de deuda. Para que los recursos del presupuesto puedan activarse con rapidez y apalancarse, la Comisión Europea debería poder emitir deuda con cargo a los recursos del Fondo, siguiendo la modalidad explicada en el punto anterior. La garantía provendría de los propios recursos del presupuesto y no computaría como deuda nacional.

- **Gobernanza y control.** Este aspecto es crucial para que se pueda crear un clima de confianza que permita que este Fondo refuerce de manera efectiva la capacidad de Europa para superar esta crisis. Desde el punto de vista de la legitimidad democrática, todo gasto (que en última instancia se financia con impuestos de los ciudadanos) ha de ser fiscalizado por el Parlamento. Si se emiten coronabonos con la garantía solidaria de todos los Estados miembros, la decisión del gasto de ese dinero no puede corresponder directamente a los gobiernos, pues estarían disponiendo del dinero de otros países sin que los parlamentos de éstos últimos pudiesen fiscalizarlo. La única forma de legitimar la cesión de esa soberanía es a un organismo supranacional, que en principio debería ser la Comisión, aunque los Estados Miembros a través del Consejo y el Parlamento tendrían que realizar una supervisión continua y estrecha. Durante la crisis del euro de julio de 2010, Alemania dejó muy claro que no quería un mecanismo consistente en garantizar deuda emitida por la Comisión (el presupuesto europeo es demasiado exiguo como para servir como colateral de un importe suficiente) porque temía que el control del mecanismo de gasto por parte de la Comisión “desequilibrase el balance institucional con el Consejo” (Buti, 2019). Por eso se optó por crear el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF o EFSF), una entidad de propósito específico y con su propia gobernanza (luego subsumida en el MEDE), que emitiría deuda que sería garantizada por los Estados miembros (una solución mejor que garantizar los propios préstamos para aquellos países que podrían tener que utilizar el mecanismo en algún momento). Habrá que tratar de buscar un equilibrio entre la agilidad de la toma de decisiones (que debería hacerse por mayoría cualificada) y las garantías de que el gasto se hará con un control y una rendición de cuentas adecuados.

Este planteamiento de gasto conjunto con financiación conjunta tendría varias ventajas. En primer lugar, lanzaría el mensaje correcto a los mercados de que el Consejo Europeo también está dispuesto a hacer *whatever it takes* para responder a la amenaza que sufrimos.

En segundo lugar, y esto es importante, facilitaría la coordinación monetario-fiscal. El BCE podría adquirir hasta el 50% de los bonos emitidos por la Comisión, al tratarse de bonos de una institución supranacional (ECB, 2020).

En tercer lugar, y aquí está la clave, la deuda de la Comisión, al no computar como deuda de los Estados miembros, reduciría los riesgos de sostenibilidad para los países con niveles más altos de deuda.

Finalmente, sentaría las bases de confianza para poder empezar, con paciencia y visión de medio plazo, el edificio imprescindible de una mayor integración fiscal europea, en el que habría que empezar a hablar no sólo de mutualizar deuda, sino de mutualizar una parte de los presupuestos nacionales. Esto exigiría, además, acabar con la unanimidad en materia fiscal, compartir los tributos y crear tributos europeos.

Conclusiones

En conclusión, después de la respuesta de emergencia toca hablar ya de la recuperación económica europea y de cómo impulsar un potente plan a medio plazo. No podemos cometer los mismos errores que hicieron que la salida de la crisis financiera de EEUU fuera mucho más rápida que la europea y que aumentaran las divergencias reales entre los países de la eurozona. Ese camino sólo conduce al desastre.

Creemos que las medidas aprobadas por el Eurogrupo el 9 de abril de 2020, aun suponiendo un avance, pueden resultar insuficientes: al centrarse en el lado del pasivo (la forma de financiación) están olvidando que la salida de esta crisis se basa en el activo, en la suficiencia a nivel europeo de un gasto que no puede estar condicionado por las capacidades fiscales de cada país. Cualquier solución que se base sólo en préstamos destinados a los países más frágiles se traducirá en un gasto insuficiente, con un elevado riesgo de repetición del círculo vicioso austeridad-falta de crecimiento-mayor endeudamiento-riesgo soberano que terminará por acrecentar y perpetuar las divergencias reales y la sostenibilidad de la eurozona, y con ella la del proyecto europeo.

Una vez superada la emergencia sanitaria, toda la eurozona debe embarcarse en un impulso de gasto conjunto con financiación conjunta. El Fondo de Recuperación será la medida de la adecuación de la respuesta europea a esta catástrofe sanitaria, económica y social. Tendrá que ser un instrumento excepcional, con recursos suficientes para impulsar la economía europea y con un equilibrio delicado entre aportaciones de los Estados miembros y deuda conjunta, entre las tres instituciones y entre agilidad y control.

En definitiva, el Fondo de Recuperación tiene que ser una primera prueba del camino que nos llevará de manera gradual a la unión fiscal, que pasará por que el MEDE se convierta en un Tesoro sujeto a los mecanismos de toma de decisiones y de rendición de cuentas del resto de instituciones europeas, que es lo que una unión monetaria necesita y sin el cual la eurozona tiene mal pronóstico a medio plazo. Y quizá convertir el SURE en un mecanismo de reaseguro de prestaciones por desempleo, con gasto directo europeo y control supranacional. La UE ya se ha permitido demasiados pasos en falso y no puede estancarse ni seguir avanzando hacia el abismo. Porque, incluso aunque salgamos de esta crisis, nos esperan otras a la vuelta de la esquina, cuando el coronavirus tensione a los países emergentes y a los vecinos europeos.

Un virus que infecta a toda Europa afecta a toda Europa. Convertir la necesaria reacción europea en una batalla de ahorradores frente a pródigos no sólo es injusto, sino que es ineficiente y peligroso para los intereses comunes. Eso es lo que hay que entender. Los ciudadanos que miran a Europa no esperan ver a unos líderes peleándose, sino a una UE que debería aspirar a dar ejemplo al resto del mundo de cómo proteger a sus ciudadanos sin necesidad de doblegarlos.

Referencias

- Anderson, J., *et al.* (2020), “The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus”, *Bruegel Datasets*, Bruegel, <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>.
- Andritzky, J. (2020), propuesta en Twitter, <https://twitter.com/JAndritzky/status/1244947399732232193?s=20>.
- Banco Europeo de Inversiones (2020), “Coronavirus outbreak: EIB Group’s response to the pandemic”, <https://www.eib.org/en/about/initiatives/covid-19-response/index.htm>.
- Bénassy-Quéré, A., *et al.* (2020a), “A proposal for a Covid Credit Line”, *voxeu.org*, 21/III/2020, <https://voxeu.org/article/proposal-covid-credit-line>.
- Bénassy-Quéré, A., *et al.* (2020b), “COVID-19 economic crisis: Europe needs more than one instrument”, *voxeu.org*, 5/IV/2020, <https://voxeu.org/article/covid-19-economic-crisis-europe-needs-more-one-instrument>.
- Bini Smaghi, L. (2020), “Corona bonds – great idea but complicated in reality”, *Voxeu.org*, 28/III/2020, <https://voxeu.org/article/corona-bonds-great-idea-complicated-reality>.
- Bofinger, P., S. Dullien y G. Felbermayr (2020), “Europa muss jetzt finanziell zusammenstehen”, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21/III/2020, <https://zeitung.faz.net/faz/wirtschaft/2020-03-21/139231512034f9e1cd1211ce1871a646/?GEPC=s3>, con versión española en “Europa debe demostrar solidaridad financiera ya”, <https://www.elmundo.es/opinion/2020/03/24/5e79e6d7fdddff14738b45eb.html>.
- Buti, M. (2019), “The €750 billion weekend: the EFSF is born”, en ESM (2019), *Safeguarding the Euro in Times of Crisis: The Inside Story of ESM*, ESM, Luxemburgo, <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/safeguarding-euro-times-crisis-inside-story-esm.pdf>.
- Claeys, G., y G.B. Wolff (2020), “COVID-19 fiscal response: what are the options for the EU Council?”, *Bruegel blog post*, 26/III/2020, <https://www.bruegel.org/2020/03/esm-credit-lines-corona-bonds-euro-area-treasury-one-off-joint-expenditures-what-are-the-options-for-the-eu-council/>.
- Consejo Europeo (2020), “Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic”, <https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/>.
- ECB (2020), “Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSPP)”, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>.

Erce, A., A. Garcia Pascual y T. Roldán Monés (2020), “The ESM must help against the pandemic: the case of Spain”, *voxeu.org*, 25/III/2020, <https://voxeu.org/article/esm-must-help-against-pandemic-case-spain>.

Federal Ministry of Finance of Germany (2020), “Für eine starke gemeinsame europäische Antwort auf die wirtschaftlichen Herausforderungen der Corona-Krise”, <https://politi.co/3aMaWua>.

Galí, J. (2020), “Helicopter money: the time is now”, *voxeu.org*, 17/III/2020, <https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>.

Garicano, L. (2020), “Menos deuda (nacional), más inversión”, *El País*, 12/IV/2020, <https://elpais.com/economia/2020-04-11/menos-deuda-nacional-mas-inversion.html>.

Gostyńska-Jakubowska, A., y L. Scazzieri (2020), “The EU needs to step up its response to the COVID-19 outbreak”, Centre for European Reform Insight, 23/III/2020, <https://www.cer.eu/insights/eu-needs-step-its-response-covid-19-outbreak>.

Gros, D. (2020), “Creating an EU ‘Corona Panel’: standardised European sample tests to uncover the true spread of the coronavirus”, *voxeu.org*, 28/III/2020, <https://voxeu.org/article/standardised-european-sample-tests-uncover-true-spread-coronavirus>.

Grund, S., *et al.* (2020), “Sharing the fiscal burden of the crisis: a pandemic solidarity instrument for the EU”, *voxeu.org*, 5/IV/2020, <https://voxeu.org/article/pandemic-solidarity-instrument-eu>.

MEFF, Ministry of Economy and Finance of France (2020), “Non-paper on possible EU and EA instruments to ensure financial stability and economic recovery”, <https://politi.co/34cZtSf>.

Odendahl, C., y J. Springford (2020), “The two economic stages of coronavirus”, Centre for European Reform, <https://www.cer.eu/publications/archive/bulletin-article/2020/two-economic-stages-coronavirus>.

Schularik, M. (2020), propuesta en Twitter, <https://twitter.com/MSchularick/status/1245442042135805952?s=20>.

Tribunal de Justicia de la UE (2015), “Sentencia de 16 de junio de 2015, Gauweiler y otros, C-62/14, EU:C:2015:400, apartado 102”.