

Creación e evolución dos instrumentos de estabilidade na crise financeira europea



& Resumo/Abstract: *Este artigo explica como a deterioración nas finanzas públicas e o avance da crise soberana desembocaron na creación dunha “rede de seguridade” financeira na Unión Europea. Os distintos instrumentos financeiros (Facilidade de Balanza de Pagamentos, Facilidade de Crédito para Grecia, MEEF, FEEF, MEDE) son a resposta a retos específicos a través do que era factible en cada momento. Esta arquitectura da axuda financeira tivo que adaptarse á vertixinosa evolución da crise. No artigo explícase tamén cal foi o papel desempeñado polo FMI, o BCE e a condicionalidade. O artigo conclúe que, como condición necesaria para que a UE poida superar con éxito a crise, cómpre unha mellor comunicación e un decidido afondamento na solidariedade europea a través de novas ferramentas, estruturas e estratexias políticas.*

& Palabras clave: axuda financeira, crise financeira, eurozona, Mecanismo Europeo de Estabilidade (MEDE).

Comisión Europea (endereço e-mail: javier.villar-burke@ec.europa.eu). Descargo de responsabilidade: As opinións e declaracións expresadas neste artigo son responsabilidade exclusiva do autor e non reflicten necesariamente as opinións da Comisión Europea. O autor desexa amosar o seu agradecemento a Ioana Diaconescu polas súas valiosas ideas e a súa axuda na elaboración deste artigo; a Fionnuala Bourke e a Caroline Simpson polos seus comentarios sobre o manuscrito, e a Pieter Bouwen pola súa axuda para reunir os datos sobre o uso dos mecanismos de estabilidade. Calquera erro é culpa do autor.

ÍNDICE

1. Introducción	10
2. A Facilitade de Balanza de Pagamentos (BdP): o precursor	11
3. A Facilitade de Crédito para Grecia (FCG): unha solución á medida	11
4. Maio de 2010: cara a unha estratexia integral	14
4.1. O MEEF: un instrumento robusto e económico, pero limitado en tamaño	14
4.2. O FEEF: gran capacidade, pero con certas debilidades	15
4.3. A contribución do FMI: inmediatamente operativo e unha maior experiencia	18
4.4. A actuación do BCE: flexibilidade e capacidade de intervención no mercado secundario	20
5. Ampliación das ferramentas dispoñibles e mellora do FEEF	21
6. O MEDE: un instrumento robusto e permanente	24
6.1. Adianto da entrada en vigor do MEDE	25
7. A posta en práctica das decisións: a negociación dos detalles	25
7.1. ¿Quen participa?	26
7.2. Compensación de tipos de xuro para os países con elevados custos de financiamento	26
7.3. Custo e duración dos préstamos	26
7.4. O repartimento das contribucións	26
7.5. Regras de votación	27
7.6. A participación dos investidores privados (PSI)	27
7.7. Status de acredor preferente	27
8. Conclusións	28
Bibliografía	33
Textos legais (en orde cronolóxica)	28
Conclusións e declaracións do Consello da Unión Europea	34
Outra bibliografía (en orde alfabética)	34
Cadros	
Cadro 1: A condicionalidade: a contrapartida pola axuda financeira	13
Cadro 2: As cualificacións de crédito e a importancia da AAA	17
Cadro 3: A utilización dos paquetes de rescate UE-FMI	19
Cadro 4: Máis alá da “rede de seguridade” financeira: unha resposta integral á crise	22

1. INTRODUCCIÓN

Atopámonos nun momento sen precedentes na historia moderna. O carácter globalizado e interconectado do mundo actual acentuou a crise financeira e económica que comezou en 2007, convertendo nun prolongado período de incerteza o que moitos supuñan que sería un pequeno inciso nos libros de historia.

Por agora, Europa e outros actores económicos globais seguirán tratando de abordar os retos, de adaptarse ás circunstancias sempre cambiantes e de xestionar as diferentes etapas da crise. O que comezou no sector financeiro erosionou xa as finanzas públicas e chegou á economía real, afectando aos cidadáns tanto nos países desenvolvidos como nos emerxentes. E, a medida que a crise evolucionou e se intensificou, os responsables políticos trataron de adaptar as solucións e de afondar nelas.

A resposta da Unión Europea á crise non ten parangón. Hai cinco anos, sería impensable que a metade das decisións políticas tomadas nos últimos tres anos se puidesen discutir abertamente e, moito menos, consensuar unha solución de compromiso. As decisións adoptadas reflicten o nivel de compromiso político que se pode acadar cando as iniciativas se apoian na necesidade, a opinión pública e un impulso axeitado.

Porén, o ritmo da toma de decisións reflicte tamén a dificultade para alcanzar un consenso cando se deben ter en conta puntos de vista extremadamente variados. O proceso para chegar a acordos sobre cuestións tan complexas como as que a UE abordou recentemente implica longas e arduas negociacións e compromiso. Moito compromiso. Neste contexto, habería que destacar que outras nacións ou rexións non teñen que abordar este tipo de procesos na mesma medida. Polo tanto, os cidadáns, incluídos os máis críticos, deben recoñecer que o traballo e os progresos realizados desde o inicio da crise son substanciais, aínda que non sempre perfectos.

Este artigo céntrase nunha das respostas fundamentais da Unión Europea: cómo a deterioración das finanzas públicas e a crise de débeda soberana nalgúns Estados membros levou á creación dunha “rede de seguridade” financeira. Este cortalumes contra a crise soberana foi erixido para actuar como apoio á plétora de iniciativas que constitúen a resposta integral da UE á crise financeira e soberana. Na actualidade comprende a Facilitade de Balanza de Pagamentos (BdP), o Mecanismo Europeo de Estabilización Financeira (MEEF), o Fondo Europeo de Estabilidade Financeira (FEEF) e o Mecanismo Europeo de Estabilidade (MEDE). Aínda que algúns dos conceptos non son novos (por exemplo, a BdP existiu desde o Tratado de Roma), esta protección financeira moito máis ampla e robusta foi creada para complementar as medidas legislativas e as decisións políticas xurdidas a causa da crise. Un aspecto realmente significativo é que parte desta rede de seguridade financeira se manterá permanentemente. Malia as eventuais deficiencias dos propios instrumentos, isto é un avance transcendental.

Gran parte do debate público sobre o cortalumes da crise soberana estivo enfocado nunha única dirección: que os contribuíntes non deben ser os únicos responsables dos erros de solventes institucións e individuos. Sen refutar ese obxectivo, este artigo pretende ir máis alá, aclarando os instrumentos de apoio financeiro aos Estados, os seus detalles técnicos e explicando como se poden utilizar.

A estrutura do artigo é a seguinte. Cada un dos instrumentos de axuda financeira aos Estados membros da Unión Europea (BdP, FCG, MEEF, FEEF, MEDE) abórdase nunha sección ou subsección específicas. As seccións 5.3 e 5.4 resumen o papel desempeñado polo FMI e

o BCE respectivamente. As seccións 5 e 7 presentan, por unha banda, como os instrumentos se foron adaptando ás cambiantes circunstancias e ao avance da crise máis alá das expectativas iniciais e, por outra, os retos que houbo que superar para a posta en práctica dos instrumentos. O texto complementábase con catro cadros que explican o papel da “condicionalidade” como contrapartida á axuda financeira, discuten o papel das cualificacións de crédito, resumen cal foi o uso dos diferentes instrumentos de apoio financeiro ata o momento e presentan un resumo da resposta á crise noutras fronteas.

A conclusión defende que, como condición necesaria para que a UE poida superar con éxito a crise, cómpre unha mellor comunicación e un decidido afondamento na solidariedade europea a través de novas ferramentas, estruturas e estratexias políticas.

2. A FACILIDADE DE BALANZA DE PAGAMENTOS (BDP): O PRECURSOR

Desde a creación da Comunidade Económica Europea en 1957¹, xa se prevía un mecanismo europeo para aliviar posibles restricións de financiamento externo nos Estados membros. Esta Facilidade de Balanza de Pagamentos (BdP) desenvolveuse nos anos 70 no contexto da crise do petróleo.

A Facilidade de BdP actívase a partir da solicitude presentada por un Estado membro que estea a experimentar, ou en risco de experimentar, dificultades financeiras. A decisión de conceder axuda financeira a través da Facilidade de BdP está acompañada dun programa de axuste macroeconómico deseñado para conseguir que o país beneficiario logre unha posición sustentable na súa balanza de pagamentos².

A Comisión Europea, en nome da UE, obtén nos mercados de capitais os fondos que serán concedidos baixo a Facilidade de BdP. As condicións financeiras logradas pola UE son transferidas aos países beneficiarios sen engadir ningunha marxe adicional.

En 1988 estableceuse que o límite máximo de préstamos baixo a Facilidade de BdP sería de 16 mil millóns de ECU³. Non obstante, coa introdución do euro en 1999, a Facilidade de BdP quedou restrinxida aos Estados membros que non formaban parte da eurozona e o teito dos préstamos reduciuse lixeiramente ata os 12 mil millóns de euros⁴. Por mor das ampliacións de 2004 e 2007, que crearon unha UE de 27 Estados membros, e da intensificación da crise financeira, o teito elevouse a 25 mil millóns de euros en decembro de 2008 e, posteriormente, a 50 mil millóns en maio de 2009⁵. Actualmente, estase a negociar unha actualización técnica co fin de aliñar a Facilidade de BdP cos desenvolvementos presentados neste artigo. Prevese que a nova Facilidade de BdP se aprobe ao longo de 2012.

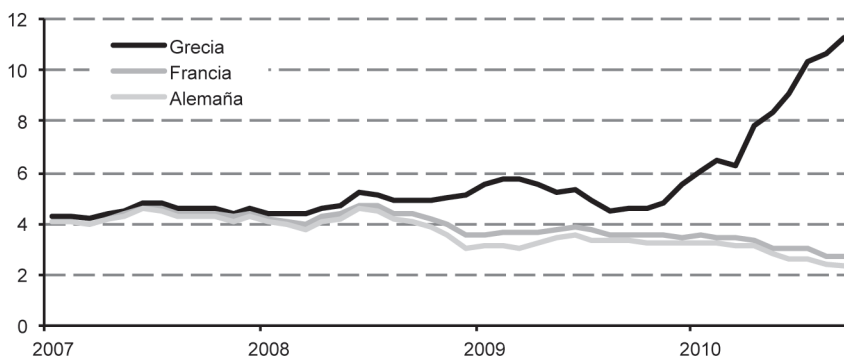
Tres Estados membros (Hungría, Letonia e Romanía) pediron axuda financeira a través da Facilidade de BdP durante a recente crise⁶. Polo xeral, a axuda financeira proveniente da UE acompañouse con apoio financeiro chegado do FMI⁷.

3. A FACILIDADE DE CRÉDITO PARA GRECIA (FCG): UNHA SOLUCIÓN Á MEDIDA

Coa creación da Unión Económica e Monetaria en 1999, esperábase xerar unha zona de estabilidade financeira que mitigase os riscos na balanza de pagamentos e nas finanzas públicas dos membros da eurozona⁸. En consecuencia, a Facilidade de BdP limitouse aos Estados membros que non formaban parte da eurozona. Aínda que non estaba previsto outro instrumento alternativo para facer fronte a unha situación de estrés financeiro dentro da eurozona, os acontecementos demostraron que o risco de dificultades de financiamento non desaparecera.

Despois de varias recomendacións por parte da Comisión e do Consello para que Grecia mellorase a súa situación, o país estaba suxeito a un procedemento de déficit excesivo desde abril de 2009. O alcance real do problema fíxose patente en decembro de 2009, cando os datos de déficit público foron revisados á alza con valores moi superiores ao anteriormente previsto⁹. Malia o compromiso das autoridades gregas por faceren o que fose necesario para cumprir cos obxectivos establecidos no programa de estabilidade¹⁰, o custo da débeda pública grega seguiu aumentando, o que implicaba unha maior perda de mercado e da confianza pública no país e na súa economía. O tipo de xuro dos bonos a 10 anos superou o 6% en xaneiro de 2010 e franqueou o 8% en abril (gráfico 01). Dado o volume da débeda, tales custos volvéronse rapidamente insustentables.

Gráfico 01: Custo de refinanciamento da débeda grega fronte á alemá e á francesa. *Bonos a 10 anos, medias mensuais, rendementos, %*

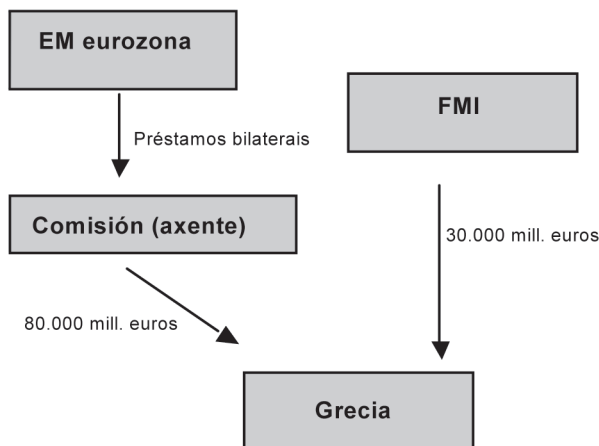


Fonte: Bloomberg.

Malia haber inicialmente unha forte oposición á creación de calquera tipo de mecanismo de apoio financeiro, co tempo, un paquete de rescate da UE revelouose como a única opción para evitar unha suspensión de pagamentos por parte de Grecia. O 25 de marzo de 2010, o Consello Europeo debateu, por primeira vez, a posibilidade de que os Estados membros da eurozona puidesen contribuír a través de préstamos bilaterais coordinados¹¹. O 23 de abril, o Goberno grego enviou a súa solicitude oficial de axuda financeira. Consecuentemente, as autoridades gregas negocian co FMI, a Comisión e o BCE un programa de reformas económicas que sería aprobado polo Consello de Ministros grego o 2 de maio de 2010. O Eurogrupo apoiou o programa e a utilización da Facidade de Crédito para Grecia (FCG) como mecanismo de axuda financeira¹².

A FCG estaba formada por préstamos bilaterais de cada un dos Estados membros da eurozona a Grecia agrupados pola Comisión Europea, que actuaría como axente (gráfico 02). O importe total da FCG foi de 80 mil millóns de euros, con 30 mil millóns de euros adicionais achegados polo Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 02: A Facilidade de Crédito para Grecia (FCG)



Fonte: Comisión Europea.

A axuda financeira tería unha duración de tres anos. As reformas previstas no programa de axuste macroeconómico estaban destinadas a mellorar tanto a situación fiscal de Grecia como as súas perspectivas económicas¹³. Naquel momento prevíase que Grecia recuperaría o acceso aos mercados no segundo semestre de 2012.

Cadro 1: A condicionalidade: a contrapartida pola axuda financeira

A axuda financeira desembolsada baixo a Facilidade de BdP, a FCG ou baixo calquera dos outros instrumentos que se mencionan neste artigo non é gratis. En primeiro lugar, trátase sempre de fondos que deben ser reembolsados e que xeran xuros. Ademais, acompáñase dunha estrita condicionalidade política, o cal é fundamental para asegurar que o país beneficiario sexa capaz de devolver a débeda e para reducir ao mínimo o risco moral¹⁴.

Como norma xeral, as condicións de política económica levan consigo acordar un plan de consolidación fiscal, mellora da gobernanza (reforma dos impostos e controis máis estritos do gasto en todos os niveis de goberno), así como medidas de estabilización do sector financeiro (tales como requisitos bancarios máis estritos) e medidas de reforma estrutural que melloren o contorno empresarial e apoien o crecemento económico (por exemplo, o aumento da capacidade administrativa para absorber máis eficazmente os fondos da UE)¹⁵.

O Estado beneficiario negocia coa Comisión Europea e o BCE un proxecto de programa de axuste macroeconómico que debe ser aprobado polo Consello¹⁶. Mentres dure o programa, que adoitan ser tres anos, a Comisión Europea e o BCE conducen revisións periódicas para asegurar que as políticas económicas e as reformas do país beneficiario cumpren cos parámetros establecidos no programa de axuste macroeconómico e coas condicións acordadas. Os programas pódense axustar para ter en conta cambios imprevistos no contorno económico. As cotas do préstamo desembólsanse unha vez que as institucións da UE avaliaron positivamente o cumprimento por parte do beneficiario.

4. MAIO DE 2010: CARA A UNHA ESTRATEXIA INTEGRAL

Ao mesmo tempo que se acordaba a FCG, o Consello Europeo encargoulles á Comisión e ao ECOFIN (Consello de Economía e Finanzas) o deseño dun mecanismo europeo de estabilidade máis robusto.

O principal obxectivo era facer fronte á fragilidade nos mercados financeiros, que empezaba a pór en perigo o normal funcionamento dos mercados soberanos, e mitigar o risco de contaxio desde Grecia cara a outros Estados membros potencialmente vulnerables. Moitos Estados membros estaban a experimentar xa problemas fiscais e incrementos no seu volume de débeda pública. Que os Estados membros tivesen que obter fondos adicionais nos mercados de capitais para poder prestárrellos a outros países non parecía ser unha solución adecuada. En consecuencia, acordouse que calquera novo instrumento de asistencia financeira, en contraste coa FCG, tería que establecerse a través dun acceso colectivo aos mercados.

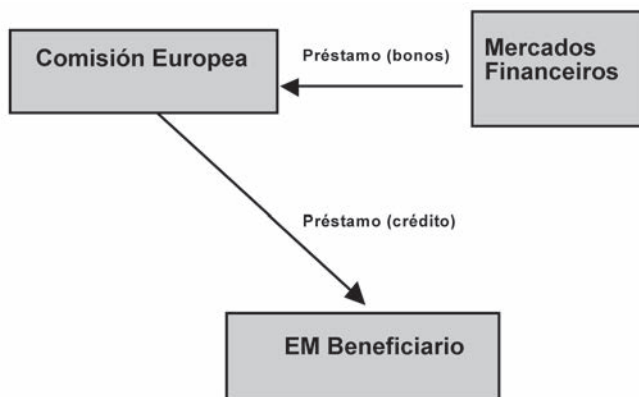
En maio de 2010, o Consello estableceu o Mecanismo Europeo de Estabilización Financeira (MEEF) e o Fondo Europeo de Estabilidade Financeira (FEEF). O paquete complementouse coa participación do FMI. Así mesmo, o BCE activou novas medidas non convencionais para apoiar a estabilidade financeira.

4.1. O MEEF: Un instrumento robusto e económico, pero limitado en tamaño

O MEEF (Mecanismo Europeo de Estabilidade Financeira) é un instrumento de apoio financeiro axudado polo orzamento da UE. Pode ser utilizado por calquera dos 27 Estados membros (tanto da eurozona como de fóra dela). O MEEF transfire as condicións obtidas pola Comisión Europea nos mercados coa adición dunha pequena recarga. Mentres que o custo de financiamento segue a ser económico, os Estados que non pertencen á eurozona teñen un incentivo para utilizar a Facilidade de BdP, que carece desa recarga.

O MEEF creouse utilizando procedementos xa existentes (“métodos comunitarios”) e a capacidade da UE e da Comisión Europea para asinar contratos financeiros. O acordo do 10 de maio de 2010 consagrouse nun regulamento do Consello¹⁷ (cunha extensión de apenas tres páxinas) e sería plenamente operativo dous días máis tarde. Aínda que foi creado como un mecanismo temporal, o MEEF pódese prolongar sempre e cando as circunstancias excepcionais que ameazaban a estabilidade financeira da UE no seu conxunto se sigan mantendo.

Gráfico 03: O Mecanismo Europeo de Estabilidade Financeira (MEEF)



Fonte: Comisión Europea.

O mesmo que co resto de instrumentos de axuda financeira, o uso do MEEF está suxeito a estritas condicións de política económica que buscan preservar a sustentabilidade das finanzas públicas do Estado membro beneficiario e restaurar a súa capacidade para financiarse nos mercados de capitais¹⁸.

O límite de tamaño do MEEF vén marcado pola marxe dispoñible dentro do teito de gasto da UE. Os orzamentos da UE poden alcanzar un máximo do 1,31% da RNB da UE¹⁹. Porén, o orzamento estivo sempre por debaixo dese límite (arredor do 1,10% da RNB). A marxe entre o teito de gasto e o orzamento real marca a capacidade do MEEF, que se estima arredor de 60 mil millóns de euros²⁰.

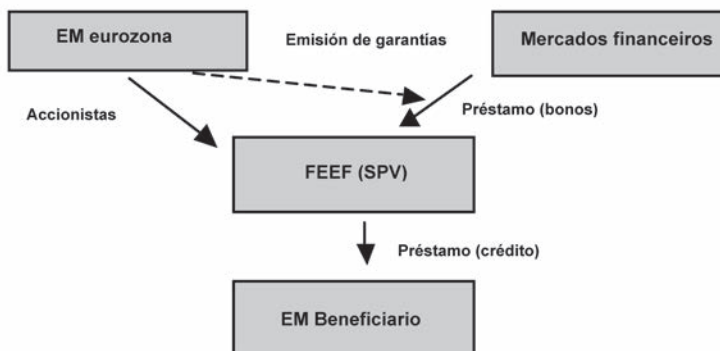
Ao comparar a capacidade da MEEF coas necesidades potenciais²¹, a súa “potencia de lume” revélase como certamente limitada. Como consecuencia, o MEEF complementouse co FEEF e o compromiso do FMI a participar nos programas comunitarios de asistencia financeira. Unha última característica do MEEF é a posibilidade explícita de abrir liñas de crédito, co que o país beneficiario obtén unha certa flexibilidade temporal na utilización dos fondos.

4.2. O FEEF: gran capacidade, pero con certas debilidades

O FEEF (Fondo Europeo de Estabilidade Financeira) é un Vehículo de Propósito Especial (SPV en inglés), creado baixo un acordo intergubernamental dos Estados da eurozona²². A utilización do FEEF queda, daquela, limitada aos países da eurozona.

A capacidade do FEEF estableceuse en 440 mil millóns de euros. Mentres que na sección anterior se explicaba como a capacidade do MEEF se baseaba nos límites dispoñibles no orzamento comunitario, non existía ningún punto de referencia para determinar o tamaño do FEEF. Tendo en conta que a “potencia de lume” do FMI era de 250 mil millóns de dólares en 2008²³, os responsables políticos consideraron que un total de 500 mil millóns de euros (440 mil millóns do FEEF e 60 mil millóns do MEEF) constituiría un cortalumes suficientemente amplo para a eurozona.

Gráfico 04: O Fondo Europeo de Estabilidade Financeira (FEEF)



Fonte: Comisión Europea.

Igual que o MEEF, o FEEF foi concibido como un mecanismo temporal, pero cunha duración específica de tres anos²⁴. De todos os xeitos, o FEEF seguirá a existir mentres non se reembolsen completamente todos os bonos emitidos, pero non poderá entrar en novas operacións a partir de xullo de 2013.

A posta en marcha do FEEF revelouose máis complicada do previsto. En primeiro lugar, ao contrario que a Comisión Europea, a eurozona carece de personalidade xurídica. Como consecuencia, o FEEF tivo que ser creado como un Vehículo de Propósito Especial (SPV), con longas negociacións ata que foi provisoriamente constituído en xuño de 2010. Debido ás importantes implicacións políticas e orzamentarias, o acordo intergubernamental polo que se establecía o FEEF tívose que someter a ratificación en todos os Estados membros (da eurozona), o que atrasou aínda máis o proceso. O FEEF comezaría finalmente a funcionar o 4 de agosto de 2010²⁵.

Outra das cuestións era que os Estados membros que solicitasen asistencia financeira ao FEEF deixarían de contribuír aos fondos do propio EFSF, reducíndose así a súa capacidade efectiva.

En terceiro lugar, o FEEF baseouse exclusivamente en garantías (carece de capital desembolsado). Como consecuencia, Eurostat estableceu que a “débeda emitida polo FEEF deberá ser imputada ás contas públicas dos Estados garantes [...]. Daquela, terase en conta na débeda pública dos Estados que proporcionaron esas garantías²⁶.

Por último, establecéronse unha serie de reforzos do crédito (sobregarantías dun 20%, colchón de liquidez e reservas de liquidez) para garantir unha alta cualificación de crédito e facela menos dependente das cualificacións dos Estados membros. O colchón e as reservas de liquidez serían alimentados polos Estados beneficiarios a través do propio fondo de rescate, o que significaba que os países se terían que sobreendebedar, co conseguinte impacto nas súas contas públicas. Así mesmo, o sobreendebedamento implicaba que o tipo de xuro efectivo do préstamo sería superior ao tipo de xuro nominal²⁷.

A estrutura do FEEF (que o FEEF estea baseado só en garantías, o feito de que os países beneficiarios deixen de contribuír e os reforzos de crédito) levaba consigo que a capacidade de préstamo teórica de 440 mil millóns de euros se vise reducida a unha capacidade efectiva duns 250 mil millóns de euros.

Ademais, a estrutura de capital do FEEF tiña un impacto negativo sobre a gobernanza do mecanismo, dificultando a toma de decisións. A estrutura de garantías implicaba que as operacións do FEEF terían un impacto directo nos orzamentos nacionais. Como consecuencia, varios Estados membros deberían obter a aprobación do seu Parlamento cada vez que se decidise un programa e, nalgúns casos, mesmo para cada un dos desembolsos de programas xa aprobados. Por exemplo, O Tribunal Constitucional Federal alemán considerou que as medidas adoptadas polo Goberno en relación coa FCG e os paquetes de rescate xa aprobados eran compatibles coa Constitución alemá. Porén, tamén considerou que “o Goberno Federal estará obrigado a obter a aprobación previa da Comisión de Orzamento antes de conceder novas garantías”²⁸. Na práctica, isto significa que as negociacións sobre novas axudas concedidas polo FEEF terían que ser sometidas á aprobación da Comisión de Orzamento do Parlamento alemán.

Cadro 2: As cualificacións de crédito e a importancia da AAA

As cualificacións de crédito (*rating*, en inglés) proporcionan unha avaliación da calidade crediticia de emisores e produtos financeiros. A cualificación máis alta, e a máis cobizada, é a AAA, seguida por AA+, AA, AA-, A+ e así sucesivamente²⁹. Os *ratings* teñen un impacto directo no prezo dos produtos e nos tipos de xuros dos empréstitos. Canto maior sexa o *rating* do emisor ou do produto, menores serán os xuros exigidos polos investidores.

A cualificación AAA é algo máis que un simple chanzo na escala de cualificacións. Moitos investidores institucionais, como os fondos de pensións e os xestores de activos, teñen unha obriga ou mandato que restrinxe os seus investimentos a certos *ratings*, a miúdo exclusivamente AAA. Como consecuencia, unha cualificación AAA non só garante un menor custo, senón que ofrece tamén unha base de investimentos máis ampla e, daquela, unha maior demanda para o produto que outras cualificacións inferiores.

Os bonos emitidos polos diferentes instrumentos de estabilidade levan consigo a colocación nos mercados dun gran volume de títulos de débeda para asegurar a obtención dos fondos necesarios para os países beneficiarios. Neste contexto, o FEEF incluía unha serie de reforzos de crédito para afianzar unha cualificación AAA.

Dun tempo a esta parte, a Comisión Europea, de acordo cos debates a escala internacional, estivo tratando de diminuír a dependencia dos mercados financeiros nas cualificacións e nas axencias de cualificación. Aínda que se está traballando en aumentar a competencia e en mellorar as metodoloxías e a rendición de contas, de momento non xurdiron alternativas. Os participantes nos mercados financeiros, incluíndo o MEEF, o FEEF e o MEDE, seguen dependendo da percepción do mercado e, polo tanto, das cualificacións.

Neste contexto, as recentes rebaixas de cualificación sufridas por varios Estados membros da eurozona e a rebaixa por unha axencia de cualificación do propio FEEF demostraron que, mesmo sen unha cualificación AAA, a débeda pública aínda se pode emitir a prezos razoables. Polo tanto, o FEEF está tenteando o terreo cunha cualificación AA+ co obxectivo de seguir atendendo os seus compromisos sen pór en perigo a súa capacidade de préstamo.

4.3. A contribución do FMI: inmediatamente operativo e unha maior experiencia

A participación do FMI xunto á UE na prestación de asistencia financeira aos países europeos representou un papel decisivo por varias razóns.

En primeiro lugar, o FMI conta con 70 anos de experiencia na negociación e o deseño de programas de reforma macroeconómica, mentres que para a UE se trataba dun novo ámbito de actuación. Aínda que a Facidade de BdP da UE estaba dispoñible desde as primeiras etapas da integración europea, non fora realmente utilizada e, como resultado, a experiencia do FMI era un importante activo.

En segundo lugar, en termos operativos, os fondos do FMI poderían estar dispoñibles de forma inmediata, mentres que a construción dun novo marco institucional en Europa requiría tempo. Necesitáronse tres meses de negociacións e traballo para pór o FEEF en marcha. Ademais, a UE necesita unhas dúas ou tres semanas para obter os fondos no mercado que lle prestará, a continuación, ao país beneficiario. Non obstante, é importante destacar que, na práctica, foi sempre a UE a primeira en realizar os desembolsos.

No que respecta á devolución dos créditos, os préstamos do FMI amortízanse en varias cotas³⁰, o que lle permite ao país beneficiario distribuír a carga financeira ao longo do tempo. Na UE, os créditos eran xeralmente *back-to-back*; cada desembolso ten que ser devolto na súa totalidade na data de vencemento do correspondente bono emitido no mercado. Non obstante, desde novembro de 2011, o FEEF instaurou unha estratexia diversificada de financiamento, o que permite unha maior flexibilidade nos plans de amortización dos créditos concedidos.

Por último, ao ser un actor “externo”, o FMI tiña un maior poder de negociación. Considerábase que, dada a súa experiencia e prestixio, o FMI podería axudar a lexitimar os programas de reforma, malia que as intervencións do FMI tamén podían vir aparelladas a un certo “estigma” ou a unha sinalización negativa sobre a estabilidade financeira do país beneficiario. En calquera caso, estaba claro que a presenza dun actor externo serviría para exercer unha maior presión de grupo sobre o país beneficiario e evitar o risco moral. Mentres que os países beneficiarios necesitaban o apoio financeiro para seguir funcionando, tamén sabían que o resto da eurozona e a UE terían un interese directo en mitigar os riscos de contaxio e efectos colaterais nas súas economías. A presenza do FMI servía, polo tanto, para equilibrar o poder de negociación entre os acredores e os beneficiarios.

A participación do FMI nos programas europeos evolucionou co tempo. Nos primeiros programas de Balanza de Pagamentos (Letonia, Hungría e Romanía), o FMI achegou o 60% dos fondos; nos programas para Grecia (primeiro programa), Irlanda e Portugal, o FMI contribuíu con arredor do 30% dos fondos; no segundo programa grego, a participación do FMI reduciuse a un mero 10% (20 mil millóns de euros dun total de aproximadamente 200 mil millóns)³¹. A axuda financeira para os bancos españois que se acordou o 9 de xuño de 2012 procedía exclusivamente de fondos europeos³².

Dúas razóns principais explican esta diminución da participación do FMI. Por un lado, este artigo mostra os enormes progresos realizados pola UE non soamente en termos de capacidade financeira e operativa, senón tamén en termos de experiencia. Como consecuencia, paliouse a urxente necesidade de contar co FMI. Por outra parte, o FMI expresou a súa preocupación polo aumento da súa concentración de riscos en Europa³³ e indicou que prefire diminuír a súa participación en programas europeos, mentres os seus recursos globais non aumenten proporcionalmente.

Conste, de todas formas, que os Estados membros contribúen tamén aos recursos do FMI (os países da UE proporcionan arredor dun terzo dos fondos do FMI) e participaron substancialmente no recente aumento da capacidade do FMI.

Cadro 3: A utilización dos paquetes de rescate UE-FMI

Tres países de fóra da eurozona (Hungría, Letonia e Romanía) e tres países da eurozona (Grecia, Irlanda e Portugal) solicitaron axuda financeira á UE³⁴. En novembro de 2011, concedeuse unha ampliación da axuda a Grecia (a través dun segundo programa). Os programas están deseñados cunha duración típica de tres anos (táboa B01).

Táboa B01: Datas dos programas de axuda financeira

Programa	Inicio	Fin
Hungría	2008 (nov)	2010 (nov)
Letonia	2008 (dec)	2012 (xan)
Romanía (I)	2009 (maio)	2011 (mar)
Grecia (I)	2010 (maio)	2012 (mar)
Irlanda	2010 (dec)	2013 (dec)
Romanía (II)	2011 (mar)	2013 (mar)
Portugal	2011 (maio)	2014 (maio)
Grecia (II)	2012 (mar)	2014 (mar)

Nota: No segundo programa, o FMI apoiará a Grecia durante catro anos baixo un EFF.

Fonte: FMI, Comisión Europea e FEEF.

Os compromisos de pagamento suman un total de 454 mil millóns de euros, dos cales 119 mil millóns foron comprometidos polo FMI e 335 mil millóns polos distintos instrumentos europeos e os Estados membros da UE (táboa B02).

Táboa B02: Compromisos de pagamento por país beneficiario e instrumento

Miles de millóns de euros

Instrumento	País beneficiario						Total
	Grecia	Irlanda	Portugal	Romanía	Hungría	Letonia	
FEEF	144,7	17,7	26,0				188,4
FMI	39,9	22,5	26,0	16,5	12,5	1,7	119,1
FCG	52,9						52,9
MEEF		22,5	26,0				48,5
BdP				6,4	6,5	3,1	16,0
Outros		22,3		3,2	1,0	2,7	29,2
Total	237,5	85,0	78,0	26,0	20,0	7,5	454,0
Facilidade do BCE	35,0						

Notas: "Outros" inclúe as contribucións bilaterais (UK, SE, DK, FI, IE, EE, NO, CZ, PL), o BEI, o BERD e o Banco Mundial. Inicialmente, a FCG ascendía a 80 mil millóns de euros. No entanto, 24 mil millóns foron transferidos ao segundo programa grego e 2.700 millóns foron anulados (correspondentes a SK, IE e PT). Situación en maio de 2012. España expresou o seu interese en solicitar a axuda financeira o 9 de xuño de 2012, pero os detalles non se coñecen aínda.

Fonte: FMI, Comisión Europea, FEEF e elaboración propia.

Os compromisos corresponden ás necesidades previstas para toda a duración do programa. Non obstante, os préstamos desembólsanse en pagamentos trimestrais. Ata maio de 2012, os desembolsos totais ascendían a 308 mil millóns de euros (78 mil millóns provenientes do FMI e 230 mil millóns provenientes de fondos da UE), (táboa B03).

Táboa B03: Desembolsos por país beneficiario e instrumento
Miles de millóns de euros

Instrumento	País beneficiario						Total
	Grecia	Irlanda	Portugal	Romanía	Hungría	Letonia	
FEEF	73,0	12,2	14,9				100,0
FMI	21,8	16,0	18,5	11,9	8,6	1,1	77,8
FCG	52,9						52,9
MEEF		18,4	20,1				38,5
BdP				5,0	5,5	2,9	13,4
Outros		22,9		2,0		0,5	25,4
Total	147,6	69,4	53,5	18,9	14,1	4,5	308,0
Facilidade do BCE	35,0						

Notas: “Outros” inclúe as contribucións bilaterais (UK, SE, DK, FI, IE, EE, NO, CZ, PL), o BEI, o BERD e o Banco Mundial. As autoridades irlandesas avanzaron 20.700 millóns de euros de liquidez. Esta cantidade reducirase ao longo da duración do programa ata a contribución prevista inicialmente de 17.500 millóns. Hungría xa devolveu 3.200 millóns das cantidades desembolsadas (1.200 millóns ao FMI e 2.000 millóns á UE). Situación en maio de 2012.

Fonte: FMI, Comisión Europea, FEEF e elaboración propia.

Os primeiros préstamos da UE acordábanse, habitualmente, cunha duración máxima non superior a 7,5 anos. Porén, en 2011, os vencementos ampliáronse ata un máximo de 30 anos³⁵. Ao final do programa (é dicir, cando se realizaron todos os desembolsos), os países son obxecto dunha vixilancia posprograma ata que reembolsen unha certa parte dos préstamos³⁶.

4.4. A actuación do BCE: flexibilidade e capacidade de intervención no mercado secundario

O paquete de maio complementouse cunha serie de medidas tomadas polo BCE para proporcionar apoio nos mercados de débeda pública sen violar o seu mandato de política monetaria. O BCE estableceu o Programa do Mercado de Títulos (en inglés: *Securities Market Programme* ou SMP) o 9 de maio de 2010³⁷ co obxectivo de aliviar as graves tensións nos mercados financeiros (incluíndo os mercados de débeda pública). No prazo de dous meses, o BCE mercaría ata 60 mil millóns de euros de bonos a través deste programa. Posteriormente, cando as tensións diminuíron, desactivouse o SMP. No verán de 2011, xurdiron novas tensións no mercado de débeda soberana e o SMP foi reactivado. O volume de bonos que o BCE mercou baixo o SMP aumentou ata 212 mil millóns de euros en maio de 2012³⁸. O SMP foi o precursor das compras de débeda no mercado secundario por parte dos mecanismos de estabilidade (véxase a sección seguinte).

Ademais do SMP, o BCE adoptou, desde setembro de 2008, unha serie de medidas “non convencionais” para axudar a facer fronte á crise financeira, sempre dentro do seu mandato.

Á parte de reducir os tipos centrais de refinanciamento ao 1%, as medidas do BCE incluían: un incremento na frecuencia e no tamaño das súas operacións de refinanciamento (cun incremento dos vencementos ata un ano), asegurar que se proporcionaría o volume total demandado polos bancos nas operacións de inxección de liquidez, ofrecer financiamento en dólares e francos suízos a través de *swaps* de divisas, e mercar cédulas hipotecarias denominadas en euros³⁹.

A principal fortaleza do BCE é a súa capacidade de reaccionar de forma inmediata e o seu tamaño virtualmente ilimitado. Por exemplo, entre decembro de 2011 e febreiro de 2012, o BCE inxectou máis dun billón de euros nos bancos da eurozona a través de dúas operacións de refinanciamento a longo prazo de tres anos. Este volume representa o dobre da capacidade combinada do MEEF e do FEEF. Non obstante, as intervencións do BCE están restrinxidas a accións relacionadas coa política monetaria e teñen que respectar o seu mandato de control da inflación e de non monetizar a débeda pública. Isto significa que o BCE pode axudar a aliviar os síntomas (tensións nos mercados financeiros), pero non pode abordar as raíces da crise (desequilibrios estruturais). Por isto, a miúdo dise que o BCE proporciona tempo, pero as verdadeiras solucións só poderán vir de resoltas accións dos gobernos.

5. AMPLIACIÓN DAS FERRAMENTAS DISPOÑIBLES E MELLORA DO FEEF

O cadro 3 mostra os programas aprobados para a eurozona ata maio de 2012. O tamaño dos programas calcúlase a partir das necesidades de financiamento dos Estados beneficiarios para a duración completa do programa. Coa evolución da crise, este método revelouse como demasiado restritivo e unha maior flexibilidade fíxose necesaria. Neste contexto, ampliouse a “caixa de ferramentas” con novos instrumentos máis alá dos tradicionais préstamos aos Estados membros para así poder facer fronte a unha diversidade de necesidades e casos específicos.

1_ *Liñas de crédito*. As liñas de crédito –que inclúen dous tipos: un con simplemente unha condicionalidade previa (e respecto continuado desta), e outro que exige soamente certas medidas correctoras– están destinadas a servir como unha ferramenta de prevención de crise. As liñas de crédito requiren un procedemento máis sinxelo e o proceso de execución é máis rápido.

Terán acceso ás liñas de crédito os países con sólidas políticas económicas e fundamentos macroeconómicos, pero que se confrontan cun “risco de problemas futuros no acceso a un financiamento de mercados en condicións razoables”. Unha vez que se aprobou unha liña de crédito, os Estados beneficiarios poden solicitar, en calquera momento durante o período de dispoñibilidade, a súa activación e desembolso efectivo a través dun préstamo ou dunha intervención no mercado primario⁴⁰.

Esta ferramenta está inspirada nas liñas de crédito do FMI, e o obxectivo é proporcionar os medios para unha asistencia financeira preventiva, mitigando o grande estigma aparelado a un programa de axuste macroeconómico. Unha variante desta idea está tamén prevista na Facilitade de BdP, baixo a cal se pode conceder un préstamo preventivo. Este foi o caso do segundo programa para Romanía (véxase o cadro 3), baixo o cal non se necesitou, de momento, realizar ningún desembolso.

2_ *Compras de bonos no mercado secundario*. Antes de chegar a unha situación de verdadeira insolvencia, algúns países poden sufrir certas disfuncións no mercado secundario de bonos. Decidiuse que os mecanismos europeos de estabilidade deberían ser capaces de intervir nestes casos, sen exixiren un programa macroeconómico de axuste completo⁴¹. En calquera caso, os países beneficiarios deberán cumprir cuns requisitos previos e desenvolver

certas accións correctivas⁴². As compras do BCE baixo o seu SMP foron un precursor desta ferramenta (véxase sección 4.4).

3_*Compras de bonos no mercado primario*. Trátase dunha ferramenta que se utilizará principalmente cara ao final dun programa para axudarlle ao país beneficiario a retornar aos mercados. O mecanismo de estabilidade poderá comprar bonos no mercado primario ou a través de colocacións con investidores privados. O obxectivo é restaurar a relación do país beneficiario coa comunidade investidora e servir de apoio para o acceso aos mercados. As compras de bonos no mercado primario tamén son posibles para os países cun programa preventivo⁴³.

4_*Recapitalización bancaria*. As perdas sufridas por algúns bancos e as súas débiles posicións de capital desempeñaron un papel destacado na crise financeira actual e foron unha importante fonte de tensión financeira. En moitos países, o Estado tivo que intervir para rescatar os bancos vulnerables⁴⁴. Neste contexto, concibiuse unha nova ferramenta para permitir que os mecanismos de estabilidade lle puidesen proporcionar a un Estado sen programa de reformas macroeconómicas un préstamo para a recapitalización das súas institucións financeiras. Este tipo de préstamo require que se cumpran certos criterios previos e que se acompañan dunha condicionalidade dirixida a institucións específicas ou ao sector financeiro no seu conxunto e orientada a corrixir as vulnerabilidades existentes e a restablecer a viabilidade e a estabilidade financeiras⁴⁵. Este instrumento foi utilizado por primeira vez por España⁴⁶.

En paralelo á flexibilización dos instrumentos, produciuse un debate sobre como aproveitar os recursos existentes ao máximo, e outro sobre cal era o tamaño adecuado dos instrumentos de estabilidade. Ao mesmo tempo que continuaban as discusións sobre o deseño do mecanismo permanente⁴⁷, concibíronse dúas opcións de “apancamento” para incrementar a capacidade do FEEF sen afectar ao volume de garantías xa comprometidas polos Estados membros.

Nunha primeira opción, o FEEF emitiría *certificados de protección parcial soberana*. O país beneficiario emitiría bonos no mercado e o FEEF garantiría o primeiro 20% ou o 30% das perdas⁴⁸. Nunha segunda opción, crearíanse uns *fondos conxuntos de investimento* que reunirían fondos públicos privados⁴⁹.

En outubro de 2011, tras a ratificación nos 17 Estados membros, entrou en vigor unha versión emendada do FEEF. As emendas ao FEEF consistían na inclusión dos catro novos instrumentos e as dúas opcións de estancamento. Ademais, a capacidade efectiva do FEEF elevouse a 440 mil millóns de euros mediante o incremento das sobregarantías ata un 65%⁵⁰. Os novos instrumentos estarán tamén dispoñibles para o MEDE (véxase a sección 6). Porén, as opcións de estancamento quedarán restrinxidas ao FEEF.

Cadro 4: Máis alá da “rede de seguridade” financeira: unha resposta integral á crise

Este artigo mostra como a UE estableceu unha rede de seguridade financeira como ferramenta de resolución de crise. Porén, a resposta á crise foi moito máis ampla. Tomáronse numerosas decisións de gran calado para corrixir os fallos que levaron á crise e para desenvolver unhas condicións de fomento da estabilidade e do crecemento. A *Folla de ruta para a estabilidade e o crecemento*, presentada pola Comisión Europea en outubro de 2011⁵¹, compilou moitas das decisións tomadas ata ese momento e presentou unha lista de elementos que cumpría pór en marcha con urxencia “co fin de restablecer a confianza na eurozona e na UE no seu conxunto”.

En primeiro lugar, necesitábase unha resposta definitiva para os problemas de Grecia, o que incluía a participación do sector privado nun segundo programa de axuste (véxase a sección 7.7)⁵².

En segundo lugar, había que mellorar os instrumentos de resolución de crise. Isto deu lugar á revisión da “caixa de ferramentas” dos instrumentos de estabilidade e á maximización da capacidade do FEEF (véxase a sección 5), así como ao avance da entrada en vigor do MEDE (véxase a sección 6.1).

En terceiro lugar, necesitábase fortalecer o sistema bancario. Desde as primeiras etapas da crise, realizáronse grandes esforzos, tanto en termos normativos como financeiros, para fortalecer os bancos europeos. Sen a pretensión de ser exhaustivo, as medidas ían desde a creación das autoridades de supervisión a nivel europeo ata a proposta da Directiva/Regulamento sobre requisitos de capital, unha maior protección dos depósitos bancarios dos cidadáns, as restricións nas políticas de remuneración dos directivos bancarios, as probas de esforzo dos bancos, a revisión do Regulamento sobre axencias de cualificación crediticia ou a introdución dunha proposta dun imposto sobre as transaccións financeiras. En 2011, a Autoridade Bancaria Europea (EBA) coordinou un “exercicio de capital” que lles requiriría a algúns bancos reforzaren o seu capital antes de xuño de 2012.

En cuarto lugar, necesitábase construír unha gobernanza económica máis robusta e integrada. Coa adopción do semestre europeo e o *six-pack*, os Estados membros acordaron fortalecer a coordinación das políticas económicas e intensificar a vixilancia sobre as políticas económicas e a posición fiscal dos países. Os Estados membros terán que enviar os seus orzamentos nacionais para seren aprobados pola UE antes da súa adopción definitiva nos parlamentos nacionais. Ademais, a UE seguirá de cerca os desequilibrios macroeconómicos nos Estados membros e pedirá correccións se fose necesario.

Por último, necesitábase unha estratexia de crecemento para crear empregos e sacar a UE da crise. Ademais dunha mellor aplicación da lexislación xa existente, propuxéronse investimentos a nivel europeo en áreas específicas enfocadas ao crecemento. As áreas previstas inclúen as industrias de rede, a axenda dixital, innovación, crecemento “verde”, infraestruturas e reforzo das políticas de emprego.

As finanzas públicas dos países que máis necesitaban estas políticas de crecemento víronse seriamente danadas pola crise. Estes países non teñen outra opción que reducir os seus niveis de débeda e déficit. No entanto, estase a discutir e a aplicar unha serie de fontes de financiamento alternativas. Estas inclúen: unha mellor orientación dos fondos estruturais da UE, o instrumento financeiro *Connecting Europe*⁵³, bonos de proxectos⁵⁴, aumento da capacidade de préstamo do BEI ou a introdución dun imposto sobre as transaccións financeiras como fonte de financiamento para o crecemento. A posibilidade de emisións conxuntas de débeda por partes dos países da eurozona, é dicir, os eurobonos ou bonos de estabilidade, tamén está na orde do día.

A UE e os Estados membros responderon á crise con decisións e medidas de gran calado. Mentres se necesita tempo para que se perciba o seu impacto, a profundidade desas decisións soamente se fará patente a medio prazo. Estas medidas non significan que o impulso reformador chegase á súa fin; polo contrario, a Comisión segue a traballar na actualización dese plan integral para abordar a crise.

6. O MEDE: UN INSTRUMENTO ROBUSTO E PERMANENTE

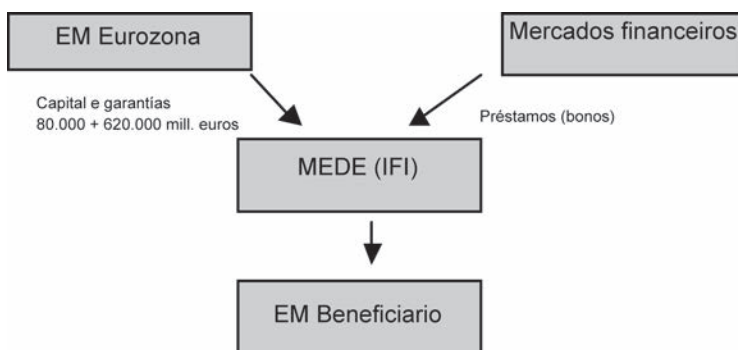
As discusións conducentes ao mellorado FEEF deixaron algunhas cuestións sen resolver:

- ¿Que facer despois de xuño de 2013, cando o FEEF xa non se podería comprometer en novas operacións?
- ¿Como romper o vínculo entre as operacións de préstamo do FEEF e a débeda pública dos Estados membros?
- ¿Como facer fronte ás dificultades para obter e manter unha cualificación AAA? e ¿como reducir a influencia da cualificación dos propios Estados membros na cualificación dos instrumentos de estabilidade?

Estas cuestións, que non se podían resolver mediante modificacións do FEEF, impulsaron a creación do Mecanismo Europeo de Estabilidade (MEDE) cunha estrutura diferente e un carácter permanente. A primeira referencia oficial ao MEDE apareceu nas conclusións do Consello Europeo de outubro de 2010. A partir dese momento, os debates sobre a mellora do FEEF correrían en paralelo co deseño do MEDE.

O MEDE concibiuse como unha institución financeira internacional consagrada nun tratado internacional⁵⁵. Estableceuse que o MEDE comezaría a operar en xullo de 2013, de modo que se aseguraba unha continuidade das actividades do FEEF e se deixaba tempo suficiente para completar os procesos de ratificación en todos os Estados membros.

Gráfico 05: O Mecanismo Europeo de Estabilidade (MEDE)



Fonte: Comisión Europea.

A principal característica do MEDE é o seu capital desembolsado de 80 mil millóns de euros, que se completa con 620 mil millóns de euros de capital adicional exigible. Esta estrutura fai que o MEDE constitúa a maior institución financeira internacional do mundo⁵⁶ e, ademais, proporciona varios beneficios clave. En primeiro lugar, as operacións de empréstimo do MEDE non afectarán á débeda pública dos Estados membros⁵⁷. En segundo lugar, o capital desembolsado proporciona unha reserva para absorber perdas, convertendo o MEDE nun instrumento máis resistente a rebaixas de cualificación que o FEEF⁵⁸. Por último, o capital desembolsado permite intervencións rápidas sen a necesidade de obter recursos nos mercados, aínda que o capital soamente se poderá utilizar en caso de emerxencia.

Estímase que o MEDE terá unha capacidade de 500 mil millóns de euros, mantendo a cualificación AAA⁵⁹. Isto equivale á capacidade combinada do FEEF e o MEEF. O capital desembolsado será aboado en cinco cotas iguais. En xullo de 2011, asinouse un primeiro Tratado MEDE, pero enseguida comezou unha nova rolda de negociacións para incrementar a flexibilidade do mecanismo e ampliar a caixa de ferramentas (isto levouse a cabo de forma paralela co FEEF, véxase a sección 5). En febreiro de 2012, asínase unha versión revisada do Tratado MEDE.

6.1. Adianto da entrada en vigor do MEDE

Mentres que inicialmente estaba previsto que o MEDE comezase a operar en xullo de 2013, debido ás súas vantaxes con respecto á FEEF, a súa entrada en vigor adiantouse ao verán de 2012 (unha vez que un 90% dos países o ratificasen). Como consecuencia, espérase que tanto o FEEF como o MEDE coexistan ata xullo de 2013.

A finais de 2011, xurdiu un debate sobre a necesidade de ampliar o tamaño da rede de protección financeira a nivel mundial e da UE⁶⁰. Os 500 mil millóns de euros parecían suficientes para apoiar países da eurozona de tamaño pequeno ou mediano, tales como Grecia, Irlanda ou Portugal. Non obstante, esta cantidade parecía escasa para países máis grandes, co que a UE no seu conxunto comezou a experimentar unha deterioración nas súas perspectivas financeiras.

Neste contexto, debateuse sobre que sucedería unha vez que o MEDE entrase en vigor: ¿debería o FEEF deixar de proporcionar apoio financeiro?, ¿deberíanse manter ambos os instrumentos en paralelo?, ¿deberíase transferir ao MEDE a capacidade non utilizada do FEEF?, e, nese caso, ¿deberíase facer sobre unha base temporal ou permanente?

O Eurogrupo do 30 de marzo de 2012 fixou a capacidade combinada do FEEF/MEDE en 700 mil millóns de euros. O “cortalumes” da UE, capaz de mobilizar case 900 mil millóns de euros cando se combinan todos os instrumentos (Facilidade de BdP, FCG, FEEF, MEEF e MEDE), é máis grande que calquera outro acordo de financiamento no mundo. Non obstante, esta cantidade parecía estar aínda por debaixo das expectativas do mercado⁶¹. Malia a decisión do Eurogrupo, as condicións de financiamento nos países periféricos da eurozona (entre eles España e Italia) non melloraron. Polo tanto, a cuestión sobre o tamaño da rede de seguridade financeira da eurozona pode que non estea cerrada aínda.

7. A POSTA EN PRÁCTICA DAS DECISIÓNS: A NEGOCIACIÓN DOS DETALLES

“A Comisión tería preferido decisións máis rápidas e de máis calado. Pero a nosa Unión traballa sobre a base dun compromiso [...] e iso leva tempo. Pero paga a pena. Este é o tempo necesario para un verdadeiro proceso democrático”⁶².

A miúdo, achácaselle á UE o tempo que necesita para adoptar e pór en práctica as súas decisións. Os retos para lograr un consenso e/ou un compromiso atópanse claramente no proceso que terminou coa adopción do primeiro paquete de rescate para Grecia. Neste contexto, é importante destacar que tanto a FCG como os mecanismos de estabilización temporais se acordaron en tan só uns días. Os acordos acadados ilustran o tipo de pulo que pode xurdir dunha necesidade imperiosa de resolver os problemas a través dunha solución común, un pulo que non sempre é fácil de conseguir en tempos de bonanza, cando cada Estado membro progresa e experimenta crecemento por si mesmo.

Nesta sección móstranse algúns dos retos que houbo que superar non soamente para consensuar os acordos xerais presentados ao longo deste artigo, senón tamén para decidir sobre os detalles necesarios para os pór en práctica. Isto axudará a explicar por que *leva tempo*.

7.1. ¿Quen participa?

A crise centrouse principalmente na eurozona e, daquela, moitas das decisións foron tomadas só polos países que comparten a moeda única. No entanto, posto que a maioría das decisións poderían ter efectos indirectos sobre os demais países da UE, os países non pertencentes á eurozona deberían estar tamén implicados nas discusións. Por exemplo, a creación do MEEF e o cambio no Tratado sobre o Funcionamento da UE necesitaba a participación dos 27 Estados membros. Neste contexto, malia que o MEDE sería asinado exclusivamente polos países da eurozona, na fase de negociación participaron os 27 Estados membros.

Así mesmo, cando se presta asistencia, o paquete financeiro total débese distribuír entre o FEEF e o MEEF. Esta distribución ten implicacións sobre quen son os garantes (os países da eurozona ou a UE no seu conxunto), sobre o custo para o país beneficiario (o MEEF era inicialmente máis barato que o FEEF) ou sobre canto queda dispoñible para necesidades futuras⁶³.

7.2. Compensación de tipos de xuro para os países con elevados custos de financiamento

Baixo a FCG, os prestamistas terían que pedir prestado nos mercados para logo transferir os fondos a Grecia. ¿Que pasaría no caso de que un país lles tivese que pagar uns tipos máis elevados aos investidores que os xuros que recibiría de Grecia? Cando os fondos prestados proveñan do orzamento xeral do país sen unha conexión cunha emisión de bonos específica, ¿como se definiría o custo para ese país?

Co obxectivo de tratar estas cuestións, púxose en marcha un mecanismo de compensación. Os ingresos obtidos de Grecia máis alá dos tipos de xuro (é dicir, as marxes e comisións) utilizaríanse en primeiro lugar para compensar os países con custos de financiamento máis elevados. O resto distribuíríasese entre os países cos custos de financiamento máis baixos.

7.3. Custo e duración dos préstamos

Como a Unión Europea estaba establecendo un marco completamente novo, existían poucos puntos de referencia sobre cales poderían ser uns tipos de xuro e unha duración axeitados. Os tipos de xuro debían ser o suficientemente elevados como para cubrir os custos, pero razoablemente alcanzables para os países beneficiarios. A duración debía ser o suficientemente longa como para lles permitir aos países beneficiarios recuperarase da crise e xerar os fondos para devolver o préstamo, pero non debían comprometer os países prestamistas máis tempo do necesario. Ademais, os mercados financeiros podían impor certas restricións⁶⁴.

Neste contexto, desde o establecemento da FCG e do FEEF en maio de 2010, os tipos de xuro reducíronse e os vencementos prolongáronse en varias ocasións⁶⁵. Isto era o resultado dunha adaptación a un contorno cambiante e ao empeoramento da crise máis do previsto. A nova arquitectura do FEEF foi fundamental para proporcionar unha maior flexibilidade en termos de tipos⁶⁶ e prazos⁶⁷.

7.4. O repartimento das contribucións

Unha vez establecida a dotación total, os Estados membros necesitaban decidir como distribuír o capital e as garantías entre si, é dicir, que clave de repartimento utilizar. Tratábase dunha tarefa sinxela para os instrumentos “comunitarios”, a Facilitade de BdP e o MEEF, xa que estaban implicitamente suxeitos ao repartimento habitual do orzamento da UE.

Non obstante, para o FEEF e para o MEDE, abríanse numerosas posibilidades: poboación, PIB, os votos no Consello da UE, a clave no BCE, a clave no FMI... Para o FEEF, considerouse que a clave de subscripción de capital do BCE era un bo compromiso⁶⁸. Porén, o MEDE sería un mecanismo permanente e algunhas delegacións non se sentían cómodas coa clave do BCE. Como compromiso, decidiuse aplicarles unha compensación transitoria aos países cun baixo PIB *per cápita* ⁶⁹.

7.5. Regras de votación

Os recursos comprometidos polos instrumentos de estabilidade podían ter un forte impacto nas posicións fiscais nacionais. Non obstante, impor a unanimidade en todas as decisións podía pór en perigo o seu funcionamento e eficacia.

Unha solución de compromiso acadouse no Tratado revisado do MEDE. A maioría das decisións tomaríanse por consenso, pero prevíase tamén un procedemento de emerxencia, que requirirá unha maioría cualificada do 85% dos votos. O uso deste procedemento está suxeito a certas condicións.

7.6. A participación dos investidores privados (PSI)

Entre 2007 e 2011, a débeda pública grega aumentou do 107% do PIB ao 165%⁷⁰ e estaba previsto que alcanzaría case o 200% en 2012⁷¹. Neste contexto, o apoio financeiro público a través dos mecanismos de estabilidade parecía insuficiente para devolver a débeda pública grega a unha senda sustentable; a participación dos posuidores privados de bonos (PSI) revelouuse esencial para garantir a redución da débeda⁷².

O PSI implicaba non só unha redución no valor nominal da débeda, senón tamén a reprogramación dos vencementos e a redución dos cupóns. O acordo inicial de verán de 2011 nunca foi posto en práctica. En febreiro de 2012 alcanzouse un novo acordo. O valor nominal dos bonos reduciríase nun 53,5%⁷³. Cos vencementos prolongados ata 30 anos e a redución nos cupóns, estimouse que os bonos perderan arredor do 80% do seu valor⁷⁴. O troco de débeda levouse a cabo entre marzo e abril de 2012. O obxectivo era asegurar un nivel de débeda pública de arredor do 120% do PIB en 2020⁷⁵.

A aplicación do PSI abriu a porta a un alivio adicional da débeda: os beneficios orixinados polos bonos gregos que mercara o BCE no marco do SMP devolveríanselle a Grecia para seguir mellorando a sustentabilidade da súa débeda pública⁷⁶.

7.7. Status de acreedor preferente

Tamén se necesitaron resolver outros temas máis técnicos. Un deles foi a inclusión dunha cláusula de prioridade dos préstamos dos mecanismos de estabilidade sobre outros tipos de débeda⁷⁷. Parecía razoable obter un status de acreedor preferente (PCS), posto que os instrumentos de estabilidade intervirían cando o resto das fontes de financiamento non estaban xa dispoñibles⁷⁸. Non obstante, esta cláusula podía pór en perigo o retorno dos países beneficiarios aos mercados. As novas emisións do país serían consideradas como subordinadas e terían como efecto que os investidores demandasen uns tipos de xuro máis elevados que en circunstancias normais.

O MEDE incluía o PCS⁷⁹. As compras no mercado primario poderían ser utilizadas como unha medida para mitigar o PCS, xa que permiten que o MEDE poida eventualmente vender os bonos e reducir a proporción de débeda preferente no total de débeda do país beneficiario. No entanto, os investidores reaccionaron negativamente, mesmo para cantidades reducidas de débeda emitida con PCS. Outra forma de mitigar o exceso de débeda preferente era a través da emisión de certificados de protección soberana parcial⁸⁰. Non obstante, esta opción está exclusivamente limitada ao FEEF (non está dispoñible baixo o MEDE).

8. CONCLUSIÓNS

“Europa non se fará dunha soa vez, ou de acordo cun plan sinxelo. Construirase con logros concretos que crearán primeiro unha solidariedade de feito”, declaración de Schuman, 9 de maio de 1950.

Desde hai xa cinco anos, a UE navega por augas turbulentas, manténdose nun débil equilibrio entre unha actitude de acusadora e un afondamento na solidariedade. Non é a primeira vez na historia que os países europeos se culparon mutuamente, nin a primeira vez que trataron de facer fronte aos problemas conxuntamente. Entre os moitos exemplos destas dúas actitudes, paga a pena destacar dous momentos críticos na configuración do que é Europa hoxe.

Ao final da Primeira Guerra Mundial, os “gañadores” sinalaron os “perdedores” co dedo e obrigáronos a indemnizalos por todos os danos da guerra⁸¹. Existe un amplo consenso sobre a contribución destas “reparacións” a alimentar o estalido da Segunda Guerra Mundial. Non obstante, a actitude despois da Segunda Guerra Mundial foi totalmente diferente. Ademais da reconstrución impulsada polo Plan Marshall, creouse a CECA, cuxo obxectivo era que a guerra entre os Estados membros fose imposible grazas á posta en común dos seus recursos⁸².

Europa atópase nunha encrucillada. Para tomar a boa dirección, os países deben ir máis alá de culpar os demais e aprender dos pais fundadores da UE. Só se poderá superar a crise evitando illar algúns países e admitindo que a situación actual se debe aos erros de todos. Ademais, cómpre ter en conta que a UE non está constituída por Estados, senón por cidadáns. É necesario comunicar e explicarlle adecuadamente á poboación en xeral as circunstancias e as decisións tomadas, e os políticos teñen que implicar a cidadanía como parte esencial da solución.

A creación e o uso dos mecanismos de rescate víronse rodeados por certo sentimento negativo na opinión pública ante unha percepción de que o conxunto da UE está a pagar polos excesos pasados dos países do sur⁸³. Moitos cidadáns de varios países da UE senten que están a tirar inxentes cantidades de diñeiro nos países vulnerables, pero os cidadáns deses países non se senten realmente axudados. Algúns cidadáns, por exemplo, evitan viaxar a Grecia por temor acerca da súa seguridade. Parece que algo non está a funcionar de xeito correcto. Definitivamente, non estamos unindo pobos, como defendía Jean Monnet⁸⁴. A pesar dos impresionantes logros alcanzados, débense corrixir as importantes deficiencias na comunicación das políticas da UE. Este traballo pretende achegar un granciño de area para comprender o que se está a facer para abordar a crise.

Letonia é un exemplo dunha boa comunicación. O primeiro ministro Dombrovskis tomou posesión a principios de 2009 e, despois de aprobar un plan de austeridade, foi reelixido en 2010⁸⁵. O programa de reformas foi un éxito e completouse sen necesidade de recorrer aos tramos finais dos fondos do FMI-UE. Para iso, as autoridades letonas investiron un grande esforzo para comunicar a situación e as medidas que se debían adoptar. Agora, as autoridades letonas están esperando que a economía doméstica mellore e traballan en conseguir que o país poida adoptar o euro en 2014. Outros líderes europeos necesitan mellorar significativamente a forma en que se comunican non só cos seus cidadáns, senón tamén cos seus socios europeos.

A onda de cambios de goberno que azoutou toda Europa indica que os poderes públicos non foron capaces de lles explicar as súas decisións aos seus cidadáns. A comunicación, a participación dos cidadáns e que estes sintan como propias as decisións políticas son

elementos cruciais para lograr o obxectivo da UE: promover a paz, os seus valores e o benestar dos seus pobos⁸⁶. Os cidadáns están pedindo formar parte da solución, como mostran movementos sociais pacíficos tales como o 15-M ou os “Indignados”.

Os cidadáns representan un dobre papel. Por unha banda, poden “ratificar” as decisións e asegurar a súa viabilidade a longo prazo. Non obstante, cos seus votos, tamén poden pór as decisións en perigo. Así ocorreu tras as eleccións de abril de 2012 en Grecia, cando os partidos extremistas conseguiron unha importante representación e non foi posible formar goberno. Por outro lado, as persoas constitúen o principal activo para resolver a crise. Os mercados financeiros necesitan estabilidade e confianza. Cando os cidadáns sintan que hai unha luz ao final do túnel, comezarán a consumir e investir, as empresas contratarán novos empregados e os emprendedores atreveranse a embarcarse en novas aventuras. Do contrario, seguirán a restrinxir o gasto e a retirar os cartos dos bancos ante o temor a un derrubamento. Os mercados financeiros len os sentimentos da poboación.

Neste traballo, demostrouse como a reacción da Unión Europea á crise foi sen parangón. Chegouse a solucións de compromiso en temas que nin sequera se podían discutir abertamente un par de anos antes. Non obstante, a finais de xuño de 2012, estamos aínda en crise, e nunha fase aguda desta. A segunda volta das eleccións gregas pode ofrecer calquera resultado, desde medidas máis decididas para unha solución dentro da eurozona ata unha saída desordenada da unión monetaria con descoñecidos efectos dentro e fóra de Grecia⁸⁷.

Os esforzos e avances realizados desde o inicio da crise son significativos, aínda que non sempre fosen perfectos. O primeiro FEEF impuña non soamente uns tipos elevados, senón que tamén prevía que os xuros se pagasen por adiantado⁸⁸. Esta estrutura emanaba, por unha parte, “da percepción de que o conxunto da UE estaba a pagar polos excesos cometidos polos países do Sur”⁸⁹ e, por outra, da falta de confianza na capacidade dos países beneficiarios para devolver o crédito. Esta actitude de culpar a vítima está creando un sentimento de resentimento dentro de Europa e pondo en risco a futura convivencia harmoniosa dos seus pobos. As conseguintes reducións nos tipos de xuro e a extensión na duración dos préstamos⁹⁰ constitúen unha verdadeira solidariedade europea.

A decisión de lle devolver a Grecia os ingresos derivados do SMP e dos bonos en poder dos bancos centrais⁹¹ expresan de novo a solidariedade europea. No entanto, gran parte dos Estados membros están a mostrar certa reticencia na súa aplicación. A solidariedade europea está, sen dúbida, detrás da enorme cantidade de fondos con que será dotado o MEDE, pero tamén xurdiu certa timidez á hora de aumentar o tamaño da rede de seguridade financeira (véxase a sección 6.1)⁹². Outras oportunidades de “solidariedade de feito” aparecen non só na estratexia de crecemento e, en particular, nas novas fontes para financiar o crecemento⁹³, senón tamén nos “eurobonos”.

Os líderes europeos teñen que convencerse a si mesmos e persuadir os seus cidadáns de que a solución á crise xurdirá soamente dun decidido afondamento na solidariedade europea a través de novas ferramentas, estruturas e estratexias políticas. Os líderes e os cidadáns teñen, hoxe máis que nunca, a oportunidade de facerse eco da visión de Schuman: *“Non se poderá salvaguardar a paz mundial máis que cuns esforzos creativos proporcionais aos perigos que a ameazan”*.

Notas

- 1 Tratado de Roma, art. 103.
- 2 Para outros detalles técnicos sobre o funcionamento da BdP, véxase European Commission (2012a).
- 3 Council Regulation (EEC) N.º 1969/88, art. 1.
- 4 Council Regulation (EC) N.º 332/2002, art. 1.
- 5 Council Regulation (EC) N.º 1360/2008, art. 1 e Council Regulation (EC) N.º 431/2009, art. 1. En termos reais, cando se ten en conta a evolución de prezos, o teito de 2008 era equivalente ao teito de 1988.
- 6 Para máis detalles, véxase o cadro 3.
- 7 Para máis detalles sobre o papel do FMI, véxase a sección 4.3.
- 8 Previase que os excesos da política fiscal dos Estados membros poderían ser monitorizados e corrixidos a través do Pacto de Estabilidade e de Crecemento (PEC). A cláusula de “non rescate” evitaría unha situación de risco moral entre os Estados membros.
O PEC refírese á supervisión da situación orzamentaria, a coordinación das políticas económicas e a execución do procedemento de déficit excesivo. O PEC está consagrado nos artigos 121 e 126 do Tratado de Funcionamento da Unión Europea (TFUE) e no seu Protocolo n.º 12.
A cláusula de “non rescate” plasmouse no artigo 125 do TFUE: “Os Estados membros non asumirán nin responderán dos compromisos [...] doutro Estado membro”.
- 9 No momento da reunión do ECOFIN do 16 de febreiro de 2010, o déficit grego estimouse no 12,7% do PIB. A cifra final sería de 15,8%.
- 10 Statement by the Heads of State or Government of the European Union, 11 February 2010.
- 11 Statement by the Heads of State or Government of the European Union, 25 March 2010.
- 12 Statement by the Eurogroup, 2 May 2010.
- 13 Para máis detalles sobre a condicionalidade, véxase o cadro 1.
- 14 O risco moral é a idea de que a provisión de fondos (ou o rescate) non implica ningunha responsabilidade ou rendición de contas por parte do receptor.
- 15 European Commission (2012a).
- 16 O programa de axuste plásmase nun Memorando de Entendemento (MoU) e nun Acordo de Crédito asinado entre a Comisión Europea e o país beneficiario. Para máis detalles, véxase European Commission (2012a).
- 17 Council Regulation (EU) N.º 407/2010.
- 18 Para máis detalles sobre a condicionalidade, véxase o cadro 1.
- 19 O 1,31% da RNB da UE é o teito para os compromisos, mentres que o 1,24% da RNB da UE é o teito para os pagamentos. Council Decision 2007/436/EC, Euratom, art. 3.
- 20 Esta estimación da capacidade en 60 mil millóns de euros ten en conta que a devolución dos préstamos se pode estender ao longo de varios períodos orzamentarios.
- 21 Por exemplo, vimos que o primeiro programa para Grecia (véxase a sección 3) ascendía a 110 mil millóns de euros (80 mil millóns da FCG e 30 mil millóns do FMI).
- 22 European Council (2010).
- 23 International Monetary Fund (2012e). Entre os anos 2008 e 2012, varias reformas levaron a incrementar a capacidade de préstamo do FMI ata os 750 mil millóns de dólares. Véxase a sección 4.3 para máis detalles.
- 24 Véxase Council Conclusions of ECOFIN meeting of 9 and 10 May 2010, 9596/10 (Presse 108).
- 25 Como se indicou na sección anterior, o MEEF estaba plenamente operativo en cuestión dun par de días despois da aprobación polo Consello da UE e o Parlamento Europeo. Ademais, o regulamento do MEEF apenas ten tres páxinas de longo, mentres que o acordo marco do FEEF contén máis de 30 páxinas e os estatutos do FEEF outras 25 páxinas.
- 26 Eurostat Decision 13/2011 of 27 January 2011.
- 27 O tipo de xuro nominal aplicaríase á cantidade total recibida (incluíndo o sobreendebedamento para alimentar o colchón e a reserva de liquidez). Cando se comparan os xuros pagados co importe efectivo do préstamo, os tipos de xuro efectivos case se duplicaban.
- 28 German Federal Constitutional Court, Press release n.º 55/2011 of 7 September 2011.
- 29 As tres principais axencias de cualificación de crédito (Fitch, Moody’s, Standard & Poors) utilizan nomenclaturas lixeiramente diferentes.
- 30 Dependendo do instrumento utilizado, os créditos do FMI devólvense en oito cotas trimestrais (Stand-by Arrangement (SBA), International Monetary Fund (2012b)) ou en 12 cotas semestrais (Extended Fund Facility (EFF), International Monetary Fund (2012c)).
- 31 Véxase o cadro 3 para máis detalles sobre os paquetes financeiros dos programas.
- 32 Véxase Eurogroup statement on Spain, 9 June 2012. Para detalles sobre os fondos para a recapitalización bancaria, véxase a sección 5.
- 33 “Con data do 20 de marzo de 2010, o FMI [...] dedicou máis do 64 por cento do total de desembolsos e fondos preventivos a Europa no seu conxunto”, International Monetary Fund (2012d).

- 34 Ademais, España e Chipre solicitaronlle axuda financeira á UE o 25 de xuño de 2012. No momento de escribir estas liñas, descoñécense os detalles sobre volumes, duración e condicións posto que as negociacións acaban de comezar.
- 35 Véxase Statement by the Heads of State or Government of the European Union, 21 July 2011.
- 36 Por exemplo, no marco do artigo 11 de COM (2011) 819 final, que se atopa actualmente en discusión no Consello e no Parlamento, marcouse nun 75% o nivel de reembolso necesario para abandonar a vixilancia posprograma para as axudas concedidas polo FEEF, o MEEF ou o MEDE.
- 37 Decisión ECB/2010/5.
- 38 European Central Bank (2012b).
- 39 European Central Bank (2009b), pp. 9-10.
- 40 European Financial Stability Facility (2011b).
- 41 As compras de bonos no mercado secundario son tamén posibles baixo un programa de axuste normal.
- 42 European Financial Stability Facility (2011c).
- 43 European Financial Stability Facility (2011d).
- 44 Ata xaneiro de 2012, o volume acumulado do capital inxectado polas autoridades públicas en institucións financeiras sumaba 282 mil millóns de euros na UE e 192 mil millóns de euros na eurozona (fonte: Comisión Europea).
- 45 European Financial Stability Facility (2011e).
- 46 Véxase Eurogroup statement on Spain, 9 June 2012.
- 47 Véxase a sección seguinte.
- 48 European Financial Stability Facility (2011g).
- 49 European Financial Stability Facility (2011f).
- 50 As sobregarantías implican unha capacidade teórica de 780 mil millóns de euros. Co incremento nas sobregarantías, as reservas e o colchón de liquidez xa non son necesarios. European Financial Stability Facility (2011a).
- 51 COM(2011) 669 final. Véxase tamén European Council conclusions 16 and 17 December 2010 and COM(2012) 299 final.
- 52 No momento de escribir estas liñas, a situación de Grecia (e a eurozona) encóntrase nun *impasse* tras as eleccións legislativas de maio. Non foi posible chegar a un acordo para formar goberno e novas eleccións foron convocadas para o 17 de xuño de 2012.
- 53 Trátase dunha proposta da Comisión para un paquete europeo que financiará infraestruturas. Véxase COM(2011) 676.
- 54 Véxase CCOM(2011) 500 e COM(2011) 660.
- 55 Tamén se emendou o artigo 136 do TFUE a través da Decisión do Consello Europeo 2011/199/EU para permitir a existencia do mecanismo permanente.
- 56 En termos de capital.
- 57 Aínda que o desembolso inicial de capital ten que ser financiado polos Estados membros.
- 58 Ao contrario que o FEEF, os Estados membros sempre terán que contribuír ao capital do MEDE, mesmo no caso de solicitaren axuda financeira.
- 59 Debido á estrutura do MEDE, a capacidade con cualificación AAA calcúlase como o capital desembolsado e mais o capital exixible a países con cualificación AAA ou AA. Como requisito adicional, o capital desembolsado débese manter nun nivel de, polo menos, o 10% do capital subscrito (requisito exixido polas axencias de cualificación) e a un nivel de, polo menos, o 15% das operacións de empréstito (requisito do propio tratado MEDE).
- 60 Véxase, por exemplo, o *Financial Times* do 6 de decembro de 2011: "EU talks on boosting financial firewall" ou o *Financial Times* do 19 de xaneiro de 2012: "The IMF request \$500 bn for bail-out loans".
- 61 Véxase, por exemplo, *Bloomberg news* do 29 de marzo de 2012: "EU nears one-year boost in rescue fund to \$1.3 trillion".
- 62 Barroso (2012).
- 63 Por exemplo, unha gran parte da capacidade do MEEF foi xa utilizada.
- 64 Véxase, por exemplo, a discusión sobre os reforzos de crédito para o FEEF na sección 4.2.
- 65 Por exemplo, o Consello Europeo da eurozona decidiu o 11 de marzo de 2011 que "o prezo do FEEF se deberá reducir para ter en conta a sustentabilidade da débeda dos países receptores", e que os tipos de xuro dos préstamos a Grecia "serán axustados en 100 puntos básicos" e a madurez aumentada a 7,5 anos. O 21 de xullo de 2011 estendeuse o vencemento dos préstamos concedidos polo FEEF ata un máximo de 30 anos e baixáronse os tipos de xuro do FEEF. Ademais, os vencementos da FCG ampliáronse considerablemente.
- O Eurogrupo do 21 de febreiro de 2012 declarou: "Todos os Estados membros acordaron unha redución adicional retroactiva dos tipos de xuro da FCG de modo que a marxe será de 150 puntos básicos".
- 66 En particular, o aumento das sobregarantías a un 65%. Para máis detalles, véxase a sección 5.
- 67 Desde novembro de 2011, o FEEF implantou unha *estratexia de financiamento diversificada* cun colchón de liquidez e un programa de letras a curto prazo. Isto foi posible unha vez que o FEEF emitiu un número suficiente de bonos que lles permite aos investidores construír a correspondente curva de tipos (*yield curve*).
- 68 A clave de capital do BCE calcúlase como unha combinación de poboación e PIB e pódese considerar como a proporción que representa un país dentro da eurozona.

- 69 Para máis detalles, véxase o Tratado do MEDE.
- 70 European Central Banks (2012d), táboa 11.9.
- 71 Véxase European Commission (2012e).
- 72 A crise de débeda de México e doutros países de América Latina só rematou cando os bancos dos Estados Unidos concederon algunha forma de condonación da débeda. Krugman e Obstfeld (2009), páxina 634.
- 73 MoU do 1 de marzo de 2012.
- 74 A poxa de CDS estableceu que os posuidores de bonos recibisen un 21,5% do valor previo dos bonos. <http://creditfixings.com/CreditEventAuctions/results.jsp?ticker=GREECE>
- 75 MoU, páxina 4.
- 76 Eurogroup statement of 21 February 2012.
- 77 Outro exemplo das cuestións técnicas discutidas foi se se incluíría a Cláusula de Acción Colectiva (CAC) nas emisións nacionais. Baixo unha CAC, unha supermaioría de posuidores de bonos pode tomar decisións baixo certas circunstancias que se poderán aplicar a todos os posuidores, mesmo aqueles que non participaron nas decisións ou se opuxeron a elas. Esta cláusula activouse no contexto do PSI de Grecia.
- 78 Por outra parte, non estaba moi claro se o PCS sería defendible en termos de dereito internacional.
- 79 Aínda que a débeda do MEDE seguiría estando subordinada á do FMI. Tratado do MEDE, exposición de motivos, parágrafo 13.
- 80 Véxase a sección 5.
- 81 O Tratado de Versalles (1919) dicía no seu artigo 231: “Alemaña e os seus aliados [son responsables] por causaren todas as perdas e estragos que sufriron os aliados como consecuencia da guerra”.
- 82 Véxase a declaración de Schuman (1950).
- 83 Véxase Krugman (2012).
- 84 “Non estamos agrupando Estados, estamos unindo pobos”, Jean Monnet, 1952.
- 85 http://fr.wikipedia.org/wiki/Valdis_Dombrovskis.
- 86 Tratado sobre a UE, art. 3.1. Ademais, o art. 3.3 di: “A Unión [...] obrará a prol do desenvolvemento sustentable de Europa baseado nun crecemento económico equilibrado e na estabilidade dos prezos, [...] tendente ao pleno emprego e ao progreso social [...]. A Unión fomentará a cohesión económica, social e territorial e a solidariedade entre os Estados membros”.
- 87 N.B.: A segunda rolda de eleccións en Grecia celebrouse despois de escribir estas liñas.
- 88 Véxase a sección 4.2.
- 89 Véxase Krugman (2012).
- 90 Véxase a sección 7.3.
- 91 Véxase a sección 7.7.
- 92 Recentemente, o autor tivo que calcular cal sería o impacto sobre as contribucións ao MEDE se Letonia e Lituania entrasen a formar parte da eurozona. Sorprende ver que, coa que está a caer, unha ampliación da eurozona a Letonia e Lituania sexa o que lles quite o sono a algúns Estados membros (Letonia e Lituania representarían conxuntamente apenas un 1% dunha eurozona ampliada).
- 93 Véxase o cadro 4.

BIBLIOGRAFÍA

Textos legais (en orde cronolóxica)

Disponibles en <http://eur-lex.europa.eu/> agás cando se indica outro enlace.

Treaty establishing the European Economic Community (Treaty of Rome), 1957.

Council Decision (71/143/EEC) setting up machinery for medium-term financial assistance, Official Journal L73, 27 March 1971.

Regulation (EEC) N.º 397/75 of the Council concerning Community loans, Official Journal L46, 20 February 1975.

Regulation (EEC) N.º 398/75 of the Council implementing Regulation (EEC) N.º 397/75 concerning Community loans, Official Journal L46, 20 February 1975.

Council regulation (EEC) N.º 682/81 adjusting the Community loan mechanism designed to support the balances of payments of Member States, Official Journal L73, 19 March 1981.

Council regulation (EEC) N.º 1131/85 amending Regulation N.º 682/81 adjusting the Community loan mechanism designed to support the balances of payments of Member States, Official Journal L118, 1 May 1985.

Council regulation (EEC) N.º 1969/88 establishing a single facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments, Official Journal L178, 8 July 1988.

Council regulation (EC) N.º 332/2002 establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments, Official Journal L53, 23 February 2002.

Council Decision 2007/436/EC, Euratom on the system of the European Communities' own resources, Official Journal L163, 23 June 2007.

Council regulation (EC) N.º 1360/2008 amending Regulation (EC) N.º 332/2002 establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments, Official Journal L352, 31 December 2008.

Council regulation (EC) N.º 431/2009 amending Regulation (EC) N.º 332/2002 establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments, Official Journal L128, 27 May 2009.

Decision ECB/2009/16 of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme, Official Journal L175, 4 July 2009.

Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union, Official Journal C83, 30 March 2010.

Council Regulation (EU) N.º 407/2010 establishing a European financial stabilisation mechanism, Official Journal L118, 12 May 2010.

Decision ECB/2010/05 establishing a securities market programme, Official Journal L124, 20 May 2010.

EFSF Framework Agreement, 7 June 2010, PARIS-1-1075295-v16, www.efsf.europa.eu.

EFSF (2011): EFSF Articles of incorporations, 6 December, www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_articles_of_incorporation_en.pdf.

Eurostat decision 13/2011 on deficit and debt: "The statistical recording of operations undertaken by the EFSF", 27 January 2011, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-27012011-AP/EN/2-27012011-AP-EN.PDF.

European Council Decision 2011/199/EU of 25 March 2011 amending Article 136 of the Treaty on the Functioning of the European Union with regard to a stability mechanism for Member States whose currency is the euro, Official Journal L91, 6 April 2011.

German Federal Constitutional Court: Press release no. 55/2011, 7 September 2011, www.bundesverfassungsgericht.de/en/press/bvg11-055en.html

Communication from the Commission: A roadmap to stability and growth, COM(2011) 669 final, 12 October 2011.

Decision ECB/2011/17 on the implementation of the second covered bond purchase programme, Official Journal L297, 16 November 2011.

European Commission proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability in the euro area, COM(2011) 819 final, 23 November 2011.

Treaty Establishing The European Stability Mechanism, T/ESM 2012/en 1, www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf.

Memorandum of Understanding (MoU) between the European Commission, Greece and the Bank of Greece on Greek debt exchange, 1 March 2012, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/mou/2012-03-01-greece-mou_en.pdf

Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank: Action for stability, growth and jobs, COM(2012) 299 final, 30 May 2012.

Conclusións e declaracións do Consello da Unión Europea

Disponibles en www.european-council.europa.eu/council-meetings/conclusions ou en www.consilium.europa.eu/press/press-releases/economic-and-financial-affairs?BID=93&lang=en.

Statement by the Heads of State or Government of the European Union, 11 February 2010.

Council conclusions of ECOFIN meeting of 16 February 2010, 6501/10 (Presse 30).

Statement by the Heads of State or Government of the European Union, 25 March 2010.

Statement by the Eurogroup, 2 May 2010.

Statement by the Heads of State or Government of the European Union, 7 May 2010.

Council conclusions of ECOFIN meeting of 9 and 10 May 2010, 9596/10 (Presse 108).

European Council conclusions, 28-29 October 2010, EUCO 25/1/10 Rev 1.

Eurogroup Statement: General features of the future mechanism, 28 November 2010.

European Council conclusions, 16-17 December 2010, EUCO 30/1/10.

Statement Euro Area Heads of State or Government, 2 March 2011.

Conclusions of the Heads of State or Government of the Euro Area of 11 March 2011, PCE 67/11.

European Council conclusions, 24-25 March 2011, EUCO 10/1/11.

Eurogroup statement, 20 June 2011.

Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU institutions, 21 July 2011.

European Council conclusions, 23 October 2011, EUCO 52/1/11.

Eurosummit statement, 26 October 2011.

Statement by the Euro Area Heads of State or Government, 9 December 2011.

Eurogroup statement, 21 February 2012.

Statement by the Euro Area Heads of State or Government, 2 March 2012.

Eurogroup statement, 30 March 2012.

Council conclusions of ECOFIN meeting of 15 May 2012.

Eurogroup statement on Spain, 9 June 2012.

Outra bibliografía (en orde alfabética)

Aitkenhead, D. (2012): "Christine Lagarde: can the head of the IMF save the euro?", *The Guardian*, 25 May.

Barroso, J. M. D. (2012): *The European way forward: Leadership and ownership*, Speech/12/351, Florence, 9 May.

European Central Bank (2009a): Press release of 4 June 2009 on *Purchase programme for covered bonds*.

-- (2009b): *ECB Monthly Bulletin*, June 2009, www.ecb.int/pub/mb/html/index.en.html.

-- (2010a): ECB press release of 10 May on measures to address severe tensions in financial markets (SMP), www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html.

-- (2011): Press release of 3 November on *Details of its new covered bonds purchase programme (CBPP2)*.

-- (2012a): *ECB webpage*, www.ecb.europa.eu

-- (2012b): *Liquidity analysis*, www.ecb.int/mopo/liq/html/index.en.html.

-- (2012c): *ECB Statistical Data Warehouse*, <http://sdw.ecb.int>.

-- (2012d): *ECB Statistics Pocket Book*, <http://sdw.ecb.int>.

European Commission (2010a): *European Economy. Occasional Papers*, "The Economic Adjustment Programme for Greece", N.º. 61, May 2010, Brussels, ISBN: 978-92-79-15074-6 ISSN: 1725-3195.

-- (2010b): *European Stability Mechanism (ESM) – Q&A*, MEMO/10/636, 1 December 2010.

-- (2012a): *DG ECFIN page on the Balance of Payments*, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/balance_of_payments/index_en.htm

-- (2012b): *ECFIN page on the Greek Loan Facility*, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/greek_loan_facility/index_en.htm

-- (2012c): *DG ECFIN page on Greece*, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/greece_en.htm

-- (2012d): *DG ECFIN page on the EFSM*, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm

-- (2012e): *Economic forecast Spring 2012*, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/index_en.htm.

- (2012f): *Statement for Schuman day, 9 May 2012 – Time to decide: action for growth, action for jobs*, MEMO/12/313, 8 May 2012.
 - European Council (2010): EU MEMO/10/173 of 10 May on *The European Stabilization Mechanism*.
 - (2012): *Council Factsheet - Treaty establishing the European Stability Mechanism*, 2 February, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/127788.pdf.
 - European Financial Stability Facility (2011a): Press Release: *EFSF amendments approved by all Member States*, 13 October.
 - (2011b): *EFSF guidelines on Precautionary Programmes*, EFSF, 29 November.
 - (2011c): *EFSF guidelines on interventions in the secondary market*, EFSF, 29 November.
 - (2011d): *EFSF guidelines on Primary Market Purchases*, EFSF, 29 November.
 - (2011e): *EFSF guidelines on Recapitalisation of Financial Institutions (FIs) via loans to non-programme countries*, EFSF, 29 November.
 - (2011f): *Terms and Conditions for Maximising the capacity of the EFSF*, EFSF, 29 November.
 - (2011g): Press Release: *Maximising EFSF's capacity approved*, 29 November.
 - (2012a): *EFSF webpage*, www.efsf.europa.eu
 - (2012b): *EFSF Frequent asked questions* (version of 28 March 2011 and version of 30 March 2012): www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf
 - International Monetary Fund (2010a): Press Release N.º. 10/188: *IMF Welcomes European Actions to Stabilize Euro Area*, 9 May.
 - (2010b): Press Briefing by IMF First Deputy Managing Director John Lipsky on *the Euro Countries Stabilization Measures*, 10 May.
 - (2011): *IMF Survey online: "EU to Channel €200 bln to IMF to Strengthen Global Safety Net"*, 9 December.
 - (2012a): *IMF Survey online: "IMF to Double Lending Power as Pledges Top \$430 Billion"*, 20 April.
 - (2012b): *IMF factsheet: Stand-by Arrangement*, www.imf.org/external/np/exr/facts/sba.htm, April.
 - (2012c): *IMF factsheet: Extended Fund Facility*, www.imf.org/external/np/exr/facts/eff.htm, April.
 - (2012d): *IMF factsheet: The IMF and Europe*, www.imf.org/external/np/exr/facts/europe.htm, April.
 - (2012e): *IMF factsheet: The IMF Quotas*, www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm, March.
 - (2012f): *IMF Survey Magazine "IMF to Double Lending Power as Pledges Top \$430 Billion"*, 20 April.
 - (2012g): *IMF webpage*, www.imf.org
 - (2012h): *Global Financial Stability Report, April 2012*, www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm.
 - Krugman, P. R. and M. Obstfeld (2009): *International Economics. Theory and Policy*, Pearson International Edition, Boston.
 - Krugman, P. R. (2012): *End this depression now!*, W.W. Norton and company, New York.
 - Pelkmans, J. (2006): *European Integration: Methods And Economic Analysis*, FT Press, ISBN-10: 0273694499.
 - Rehn, O. (2010): *Statement by Commissioner Olli Rehn on today's vote by Slovakia's Parliament rejecting the participation in the loan for Greece*, European Commission MEMO/10/368, 11 August.
- www.wikipedia.org