

# Creación y evolución de los instrumentos de estabilidad en la crisis financiera europea



**&** **Resumen/Abstract:** *Este artículo explica cómo el deterioro en las finanzas públicas y el avance de la crisis soberana han desembocado en la creación de una “red de seguridad” financiera en la Unión Europea. Los distintos instrumentos financieros (Facilidad de Balanza de Pagos, Facilidad de Crédito para Grecia, MEEF, FEEF, MEDE) son la respuesta a retos específicos a través de lo que era factible en cada momento. Esta arquitectura de la ayuda financiera ha tenido que adaptarse a la vertiginosa evolución de la crisis. En el artículo se explica también cuál fue el papel desempeñado por el FMI, el BCE y la condicionalidad. El artículo concluye que, como condición necesaria para que la UE pueda superar con éxito la crisis, se necesita una mejor comunicación y una decidida profundización en la solidaridad europea a través de nuevas herramientas, estructuras y estrategias políticas. &*

**&** **Palabras clave:** ayuda financiera, crisis financiera, eurozona, Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

---

Comisión Europea (dirección e-mail: javier.villar-burke@ec.europa.eu). Descargo de responsabilidad: Las opiniones y declaraciones expresadas en este artículo son responsabilidad exclusiva del autor y no reflejan necesariamente las opiniones de la Comisión Europea. El autor desea mostrar su agradecimiento a Ioana Diaconescu por sus valiosas ideas y su ayuda en la elaboración de este artículo; a Fionnuala Bourke y a Caroline Simpson por sus comentarios sobre el manuscrito, y a Pieter Bouwen por su ayuda para reunir los datos sobre el uso de los mecanismos de estabilidad. Cualquier error es culpa del autor.



## ÍNDICE

|  |    |
|--|----|
| 1. Introducción  | 10 |
| 2. La Facilidad de Balanza de Pagos (BdP): el precursor                                      | 11 |
| 3. La Facilidad de Crédito para Grecia (FCG): una solución a medida                          | 11 |
| 4. Mayo de 2010: hacia una estrategia integral   | 14 |
| 4.1. El MEEF: un instrumento robusto y económico, pero limitado en tamaño                    | 14 |
| 4.2. El FEEF: gran capacidad, pero con ciertas debilidades                                   | 15 |
| 4.3. La contribución del FMI: inmediatamente operativo y una mayor experiencia               | 18 |
| 4.4. La actuación del BCE: flexibilidad y capacidad de intervención en el mercado secundario | 20 |
| 5. Ampliación de las herramientas disponibles y mejora del FEEF                              | 21 |
| 6. El MEDE: un instrumento robusto y permanente  | 24 |
| 6.1. Adelanto de la entrada en vigor del MEDE  | 25 |
| 7. La puesta en práctica de las decisiones: la negociación de los detalles                   | 25 |
| 7.1. ¿Quién participa?   | 26 |
| 7.2. Compensación de tipos de interés para los países con elevados costes de financiación    | 26 |
| 7.3. Coste y duración de los préstamos   | 26 |
| 7.4. El reparto de las aportaciones  | 26 |
| 7.5. Reglas de votación  | 27 |
| 7.6. La participación de los inversores privados (PSI)                                       | 27 |
| 7.7. Estatus de acreedor preferente  | 27 |
| 8. Conclusiones  | 28 |
| Bibliografía   | 33 |
| Textos legales (en orden cronológico)  | 28 |
| Conclusiones y declaraciones del Consejo de la Unión Europea                                 | 34 |
| Otra bibliografía (en orden alfabético)  | 34 |
| Cuadros  |    |
| Cuadro 1: La condicionalidad: la contrapartida por la ayuda financiera                       | 13 |
| Cuadro 2: Las calificaciones de crédito y la importancia de la AAA                           | 17 |
| Cuadro 3: La utilización de los paquetes de rescate UE-FMI                                   | 19 |
| Cuadro 4: Más allá de la “red de seguridad” financiera: una respuesta integral a la crisis   | 22 |

## 1. INTRODUCCIÓN

Nos encontramos en un momento sin precedentes en la historia moderna. El carácter globalizado e interconectado del mundo actual ha acentuado la crisis financiera y económica que comenzó en 2007, convirtiendo en un prolongado período de incertidumbre lo que muchos suponían que sería un pequeño inciso en los libros de historia.

Por ahora, Europa y otros actores económicos globales seguirán tratando de abordar los retos, de adaptarse a las circunstancias siempre cambiantes y de gestionar las diferentes etapas de la crisis. Lo que comenzó en el sector financiero ha erosionado ya las finanzas públicas y ha llegado a la economía real, afectando a los ciudadanos tanto en los países desarrollados como en los emergentes. Y, a medida que la crisis ha evolucionado y se ha intensificado, los responsables políticos han tratado de adaptar y profundizar en las soluciones.

La respuesta de la Unión Europea a la crisis no tiene parangón. Hace cinco años, hubiera sido impensable que la mitad de las decisiones políticas tomadas en los últimos tres años se pudieran discutir abiertamente y, mucho menos, consensuar una solución de compromiso. Las decisiones adoptadas reflejan el nivel de compromiso político que se puede alcanzar cuando las iniciativas se apoyan en la necesidad, la opinión pública y un impulso adecuado.

Sin embargo, el ritmo de la toma de decisiones refleja también la dificultad para alcanzar un consenso cuando se deben tener en cuenta puntos de vista extremadamente variados. El proceso para llegar a acuerdos sobre cuestiones tan complejas como las que la UE ha abordado recientemente implica largas y arduas negociaciones y compromiso. Mucho compromiso. En este contexto, habría que destacar que otras naciones o regiones no tienen que abordar este tipo de procesos en la misma medida. Por lo tanto, los ciudadanos, incluidos los más críticos, deben reconocer que el trabajo y los progresos realizados desde el inicio de la crisis son sustanciales, aunque no siempre perfectos.

Este artículo se centra en una de las respuestas fundamentales de la Unión Europea: cómo el deterioro de las finanzas públicas y la crisis de deuda soberana en algunos Estados miembros llevó a la creación de una “red de seguridad” financiera. Este cortafuegos contra la crisis soberana fue erigido para actuar como respaldo a la plétora de iniciativas que constituyen la respuesta integral de la UE a la crisis financiera y soberana. En la actualidad, comprende la Facilidad de Balanza de Pagos (BdP), el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Aunque algunos de los conceptos no son nuevos (por ejemplo, la BdP ha existido desde el Tratado de Roma), esta protección financiera mucho más amplia y robusta fue creada para complementar las medidas legislativas y las decisiones políticas surgidas a causa de la crisis. Un aspecto realmente significativo es que parte de esta red de seguridad financiera se mantendrá de forma permanente. A pesar de las eventuales deficiencias de los propios instrumentos, esto es un avance trascendental.

Gran parte del debate público sobre el cortafuegos de la crisis soberana ha estado enfocado en una única dirección: que los contribuyentes no deben ser los únicos responsables de los errores de solventes instituciones e individuos. Sin refutar ese objetivo, este artículo pretende ir más allá: aclarando los instrumentos de apoyo financiero a los Estados, sus detalles técnicos y explicando cómo se pueden utilizar.

La estructura del artículo es la siguiente. Cada uno de los instrumentos de ayuda financiera a los Estados miembros de la Unión Europea (BdP, FCG, MEEF, FEEF, MEDE) se aborda en una

sección o subsección específicas. Las secciones 5.3 y 5.4 resumen el papel desempeñado por el FMI y el BCE respectivamente. Las secciones 5 y 7 presentan, por una parte, cómo los instrumentos se han ido adaptando a las cambiantes circunstancias y al avance de la crisis más allá de las expectativas iniciales y, por otra parte, los retos que hubo que superar para la puesta en práctica de los instrumentos. El texto se complementa con cuatro cuadros que explican el papel de la “condicionalidad” como contrapartida a la ayuda financiera, discuten el papel de las calificaciones de crédito, resumen cuál ha sido el uso de los diferentes instrumentos de apoyo financiero hasta el momento y presentan un resumen de la respuesta a la crisis en otros frentes.

La conclusión defiende que, como condición necesaria para que la UE pueda superar con éxito la crisis, se necesita una mejor comunicación y una decidida profundización en la solidaridad europea a través de nuevas herramientas, estructuras y estrategias políticas.

## **2. LA FACILIDAD DE BALANZA DE PAGOS (BDP): EL PRECURSOR**

Desde la creación de la Comunidad Económica Europea en 1957<sup>1</sup>, ya se preveía un mecanismo europeo para aliviar posibles restricciones de financiación externa en los Estados miembros. Esta Facilidad de Balanza de Pagos (BdP) se desarrolló en los años 70 en el contexto de la crisis del petróleo.

La Facilidad de BdP se activa a partir de la solicitud presentada por un Estado miembro que esté experimentando, o en riesgo de experimentar, dificultades financieras. La decisión de conceder ayuda financiera a través de la Facilidad de BdP se acompaña de un programa de ajuste macroeconómico diseñado para conseguir que el país beneficiario logre una posición sostenible en su balanza de pagos<sup>2</sup>.

La Comisión Europea, en nombre de la UE, obtiene en los mercados de capitales los fondos que serán concedidos bajo la Facilidad de BdP. Las condiciones financieras logradas por la UE son transferidas a los países beneficiarios sin añadir ningún margen adicional.

En 1988 se estableció que el límite máximo de préstamos bajo la Facilidad de BdP sería de 16 mil millones de ECU<sup>3</sup>. Sin embargo, con la introducción del euro en 1999, la Facilidad de BdP quedó restringida a los Estados miembros que no formaban parte de la eurozona y el techo de los préstamos se redujo ligeramente hasta los 12 mil millones de euros<sup>4</sup>. A raíz de las ampliaciones de 2004 y 2007, que crearon una UE de 27 Estados miembros, y de la intensificación de la crisis financiera, el techo se elevó a 25 mil millones de euros en diciembre de 2008 y, posteriormente, a 50 mil millones en mayo de 2009<sup>5</sup>. Actualmente, se está negociando una actualización técnica con el fin de alinear la Facilidad de BdP con los desarrollos presentados en este artículo. Se prevé que la nueva Facilidad de BdP se apruebe a lo largo de 2012.

Tres Estados miembros (Hungría, Letonia y Rumanía) pidieron ayuda financiera a través de la Facilidad de BdP durante la reciente crisis<sup>6</sup>. Por lo general, la ayuda financiera proveniente de la UE se acompañó con apoyo financiero proveniente del FMI<sup>7</sup>.

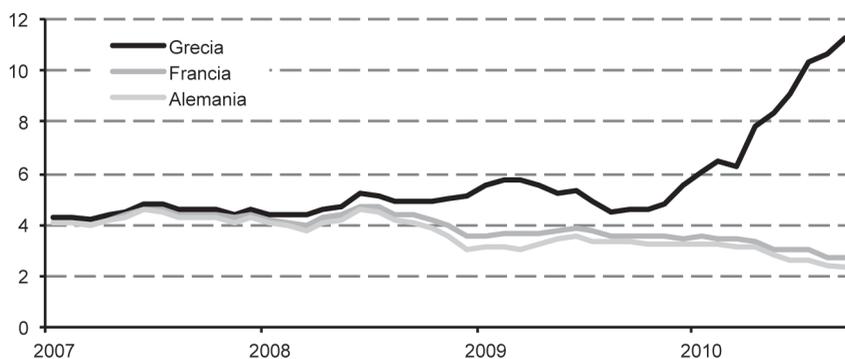
## **3. LA FACILIDAD DE CRÉDITO PARA GRECIA (FCG): UNA SOLUCIÓN A MEDIDA**

Con la creación de la Unión Económica y Monetaria en 1999, se esperaba generar una zona de estabilidad financiera que mitigase los riesgos en la balanza de pagos y en las finanzas públicas de los miembros de la eurozona<sup>8</sup>. En consecuencia, la Facilidad de BdP se limitó a los Estados miembros que no formaban parte de la eurozona. Aunque no estaba previsto otro instrumento alternativo para hacer frente a una situación de estrés financiero

dentro de la eurozona, los acontecimientos demostraron que el riesgo de dificultades de financiación no había desaparecido.

Después de varias recomendaciones por parte de la Comisión y del Consejo para que Grecia mejorase su situación, el país estaba sujeto a un procedimiento de déficit excesivo desde abril de 2009. El alcance real del problema se hizo patente en diciembre de 2009, cuando los datos de déficit público fueron revisados al alza con valores muy superiores a lo anteriormente previsto<sup>9</sup>. A pesar del compromiso de las autoridades griegas por hacer lo que fuera necesario para cumplir con los objetivos establecidos en el programa de estabilidad<sup>10</sup>, el coste de la deuda pública griega siguió aumentando, lo que implicaba una mayor pérdida de mercado y de la confianza pública en el país y en su economía. El tipo de interés de los bonos a 10 años superó el 6% en enero de 2010 y franqueó el 8% en abril (gráfico 01). Dado el volumen de la deuda, tales costes se volvieron rápidamente insostenibles.

Gráfico 01: Coste de refinanciación de la deuda griega frente a la alemana y la francesa. Bonos a 10 años, medias mensuales, rendimientos, %

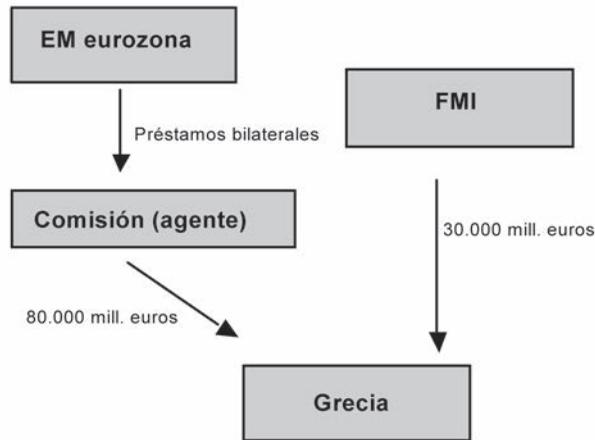


Fuente: Bloomberg.

Si bien inicialmente hubo una fuerte oposición a la creación de cualquier tipo de mecanismo de apoyo financiero, con el tiempo, un paquete de rescate de la UE se reveló como la única opción para evitar una suspensión de pagos por parte de Grecia. El 25 de marzo de 2010, el Consejo Europeo debatió, por primera vez, la posibilidad de que los Estados miembros de la eurozona pudieran contribuir a través de préstamos bilaterales coordinados<sup>11</sup>. El 23 de abril, el Gobierno griego envió su solicitud oficial de ayuda financiera. Consecuentemente, las autoridades griegas negocian con el FMI, la Comisión y el BCE un programa de reformas económicas que sería aprobado por el Consejo de Ministros griego el 2 de mayo de 2010. El Eurogrupo respaldó el programa y la utilización de la Facilidad de Crédito para Grecia (FCG) como mecanismo de ayuda financiera<sup>12</sup>.

La FCG estaba formada por préstamos bilaterales de cada uno de los Estados miembros de la eurozona a Grecia agrupados por la Comisión Europea, que actuaría como agente (gráfico 02). El importe total de la FCG fue de 80 mil millones de euros, con 30 mil millones de euros adicionales aportados por el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 02: La Facilidad de Crédito para Grecia (FCG)



Fuente: Comisión Europea.

La ayuda financiera tendría una duración de tres años. Las reformas previstas en el programa de ajuste macroeconómico estaban destinadas a mejorar tanto la situación fiscal de Grecia como sus perspectivas económicas<sup>13</sup>. En aquel momento, se preveía que Grecia recuperaría el acceso a los mercados en el segundo semestre de 2012.

#### ***Cuadro 1: La condicionalidad: la contrapartida por la ayuda financiera***

La ayuda financiera desembolsada bajo la Facilidad de BdP, la FCG o bajo cualquiera de los otros instrumentos que se mencionan en este artículo no es gratis. En primer lugar, se trata siempre de fondos que deben ser reembolsados y que devengan intereses. Además, se acompaña de una estricta condicionalidad política, lo cual es fundamental para asegurar que el país beneficiario sea capaz de devolver la deuda y para reducir al mínimo el riesgo moral<sup>14</sup>.

Como norma general, las condiciones de política económica conllevan acordar un plan de consolidación fiscal, mejora de la gobernanza (reforma de los impuestos y controles más estrictos del gasto en todos los niveles de gobierno), así como medidas de estabilización del sector financiero (tales como requisitos bancarios más estrictos) y medidas de reforma estructural que mejoren el entorno empresarial y apoyen el crecimiento económico (por ejemplo, el aumento de la capacidad administrativa para absorber más eficazmente los fondos de la UE)<sup>15</sup>.

El Estado beneficiario negocia con la Comisión Europea y el BCE un proyecto de programa de ajuste macroeconómico que debe ser aprobado por el Consejo<sup>16</sup>. Mientras dure el programa, que suelen ser tres años, la Comisión Europea y el BCE conducen revisiones periódicas para asegurar que las políticas económicas y las reformas del país beneficiario cumplen con los parámetros establecidos en el programa de ajuste macroeconómico y con las condiciones acordadas. Los programas se pueden ajustar para tener en cuenta cambios imprevistos en el entorno económico. Las cuotas del préstamo se desembolsan una vez que las instituciones de la UE han evaluado positivamente el cumplimiento por parte del beneficiario.

## 4. MAYO DE 2010: HACIA UNA ESTRATEGIA INTEGRAL

Al mismo tiempo que se acordaba la FCG, el Consejo Europeo encargó a la Comisión y al ECOFIN (Consejo de Economía y Finanzas) el diseño de un mecanismo europeo de estabilidad más robusto.

El principal objetivo era hacer frente a la fragilidad en los mercados financieros, que empezaba a poner en peligro el normal funcionamiento de los mercados soberanos, y mitigar el riesgo de contagio desde Grecia hacia otros Estados miembros potencialmente vulnerables. Muchos Estados miembros estaban experimentando ya problemas fiscales e incrementos en su volumen de deuda pública. Que los Estados miembros tuvieran que obtener fondos adicionales en los mercados de capitales para poder prestárselos a otros países no parecía ser una solución adecuada. En consecuencia, se acordó que cualquier nuevo instrumento de asistencia financiera, en contraste con la FCG, tendría que establecerse a través de un acceso colectivo a los mercados.

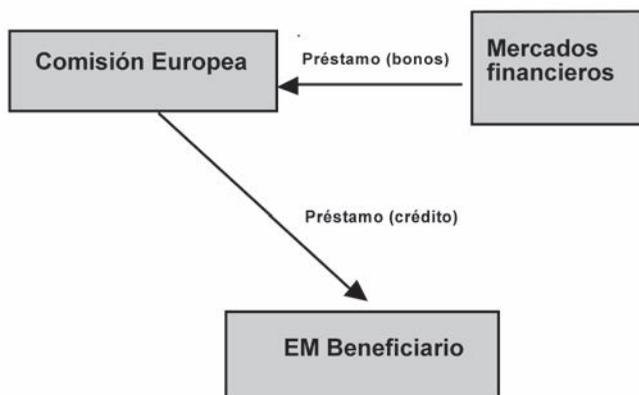
En mayo de 2010, el Consejo estableció el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). El paquete se complementó con la participación del FMI. Asimismo, el BCE activó nuevas medidas no convencionales para apoyar la estabilidad financiera.

### 4.1. El MEEF: Un instrumento robusto y económico, pero limitado en tamaño

El MEEF (Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera) es un instrumento de apoyo financiero respaldado por el presupuesto de la UE. Puede ser utilizado por cualquiera de los 27 Estados miembros (tanto de la eurozona como de fuera de ella). El MEEF transfiere las condiciones obtenidas por la Comisión Europea en los mercados con la adición de un pequeño recargo. Mientras que el coste de financiación sigue siendo económico, los Estados que no pertenecen a la eurozona tienen un incentivo a utilizar la Facilidad de BdP, que carece de ese recargo.

El MEEF se creó utilizando procedimientos ya existentes (“métodos comunitarios”) y la capacidad de la UE y de la Comisión Europea para firmar contratos financieros. El acuerdo del 10 de mayo de 2010 se consagró en un reglamento del Consejo<sup>17</sup> (con una extensión de apenas tres páginas) y sería plenamente operativo dos días más tarde. Aunque fue creado como un mecanismo temporal, el MEEF se puede prolongar siempre y cuando las circunstancias excepcionales que amenazaban la estabilidad financiera de la UE en su conjunto se sigan manteniendo.

Gráfico 03: El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF)



Fuente: Comisión Europea.

Al igual que con el resto de instrumentos de ayuda financiera, el uso del MEEF está sujeto a estrictas condiciones de política económica que buscan preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas del Estado miembro beneficiario y restaurar su capacidad para financiarse en los mercados de capitales<sup>18</sup>.

El límite de tamaño del MEEF viene marcado por el margen disponible dentro del techo de gasto de la UE. Los presupuestos de la UE pueden alcanzar un máximo del 1,31% de la RNB de la UE<sup>19</sup>. Sin embargo, el presupuesto ha estado siempre por debajo de ese límite (alrededor del 1,10% de la RNB). El margen entre el techo de gasto y el presupuesto real marca la capacidad del MEEF, que se estima en alrededor de 60 mil millones de euros<sup>20</sup>.

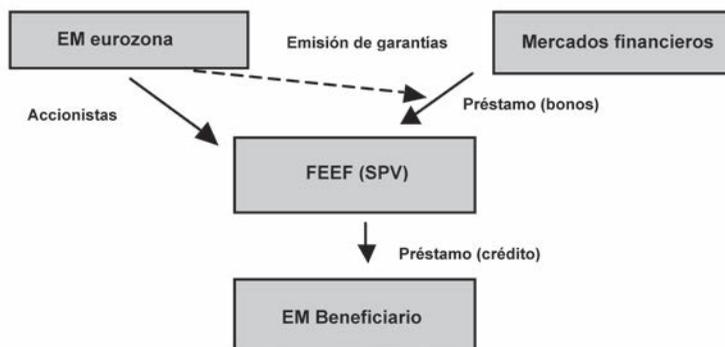
Al comparar la capacidad de la MEEF con las necesidades potenciales<sup>21</sup>, su “potencia de fuego” se revela como ciertamente limitada. Como consecuencia, el MEEF se complementó con el FEEF y el compromiso del FMI a participar en los programas comunitarios de asistencia financiera. Una última característica del MEEF es la posibilidad explícita de abrir líneas de crédito, con lo que el país beneficiario obtiene una cierta flexibilidad temporal en la utilización de los fondos.

#### 4.2. El FEEF: gran capacidad, pero con ciertas debilidades

El FEEF (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera) es un Vehículo de Propósito Especial (SPV en inglés), creado bajo un acuerdo intergubernamental de los Estados de la eurozona<sup>22</sup>. La utilización del FEEF queda, por tanto, limitada a los países de la eurozona.

La capacidad del FEEF se estableció en 440 mil millones de euros. Mientras que en la sección anterior se explicaba cómo la capacidad del MEEF se basaba en los límites disponibles en el presupuesto comunitario, no existía ningún punto de referencia para determinar el tamaño del FEEF. Teniendo en cuenta que la “potencia de fuego” del FMI era de 250 mil millones de dólares en 2008<sup>23</sup>, los responsables políticos consideraron que un total de 500 mil millones de euros (440 mil millones del FEEF y 60 mil millones del MEEF) constituiría un cortafuegos suficientemente amplio para la eurozona.

Gráfico 04: El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)



**Fuente:** Comisión Europea.

Igual que el MEEF, el FEEF fue concebido como un mecanismo temporal, pero con una duración específica de 3 años<sup>24</sup>. De todos modos, el FEEF seguirá existiendo mientras no se hayan reembolsado completamente todos los bonos emitidos, pero no podrá entrar en nuevas operaciones a partir de julio de 2013.

La puesta en marcha del FEEF se reveló más complicada de lo previsto. En primer lugar, al contrario que la Comisión Europea, la eurozona carece de personalidad jurídica. Como consecuencia, el FEEF tuvo que ser creado como un Vehículo de Propósito Especial (SPV), con largas negociaciones hasta que fue provisionalmente constituido en junio de 2010. Debido a las importantes implicaciones políticas y presupuestarias, el acuerdo intergubernamental por el que se establecía el FEEF tuvo que someterse a ratificación en todos los Estados miembros (de la eurozona), lo que retrasó aún más el proceso. El FEEF comenzaría finalmente a funcionar el 4 de agosto de 2010<sup>25</sup>.

Otra de las cuestiones era que los Estados miembros que solicitasen asistencia financiera al FEEF dejarían de contribuir a los fondos del propio EFSF, reduciéndose así su capacidad efectiva.

En tercer lugar, el FEEF se basó exclusivamente en garantías (carece de capital desembolsado). Como consecuencia, Eurostat estableció que la "deuda emitida por el FEEF deberá ser imputada a las cuentas públicas de los Estados garantes [...]. Por lo tanto, se tendrá en cuenta en la deuda pública de los Estados que han proporcionado dichas garantías<sup>26</sup>.

Por último, se establecieron una serie de refuerzos del crédito (sobregarantías de un 20%, colchón de liquidez y reservas de liquidez) para garantizar una alta calificación de crédito y hacerla menos dependiente de las calificaciones de los Estados miembros. El colchón y las reservas de liquidez serían alimentados por los Estados beneficiarios a través del propio fondo de rescate, lo que significaba que los países tendrían que sobreendeudarse, con el consiguiente impacto en sus cuentas públicas. Asimismo, el sobreendeudamiento implicaba que el tipo de interés efectivo del préstamo sería superior al tipo de interés nominal<sup>27</sup>.

La estructura del FEEF (que el FEEF esté basado sólo en garantías, el hecho de que los países beneficiarios dejen de contribuir y los refuerzos de crédito) conllevaba que la capacidad de préstamo teórica de 440 mil millones de euros se viera reducida a una capacidad efectiva de unos 250 mil millones de euros.

Además, la estructura de capital del FEEF tenía un impacto negativo sobre la gobernanza del mecanismo, dificultando la toma de decisiones. La estructura de garantías implicaba que las operaciones del FEEF tendrían un impacto directo en los presupuestos nacionales. Como consecuencia, varios Estados miembros deberían obtener la aprobación de su Parlamento cada vez que se decidiese un programa y, en algunos casos, incluso para cada uno de los desembolsos de programas ya aprobados. Por ejemplo, El Tribunal Constitucional Federal alemán consideró que las medidas adoptadas por el Gobierno en relación con la FCG y los paquetes de rescate ya aprobados eran compatibles con la Constitución alemana. Sin embargo, también consideró que “el Gobierno Federal estará obligado a obtener la aprobación previa de la Comisión de Presupuesto antes de conceder nuevas garantías”<sup>28</sup>. En la práctica, esto significa que las negociaciones sobre nuevas ayudas concedidas por el FEEF tendrían que ser sometidas a la aprobación de la Comisión de Presupuesto del Parlamento alemán.

### **Cuadro 2: Las calificaciones de crédito y la importancia de la AAA**

Las calificaciones de crédito (*rating*, en inglés) proporcionan una evaluación de la calidad crediticia de emisores y productos financieros. La calificación más alta, y la más codiciada, es la AAA. Le siguen a continuación: AA+, AA, AA-, A+ y así sucesivamente<sup>29</sup>. Los *ratings* tienen un impacto directo en el precio de los productos y en los tipos de interés de los empréstitos. Cuanto mayor sea el *rating* del emisor o del producto, menores serán los intereses exigidos por los inversores.

La calificación AAA es algo más que un simple escalón en el ranking de calificaciones. Muchos inversores institucionales, como los fondos de pensiones y los gestores de activos, tienen una obligación o mandato que restringe sus inversiones a ciertos *ratings*, a menudo exclusivamente AAA. Como consecuencia, una calificación AAA no sólo garantiza un menor coste, sino que ofrece también una base de inversores más amplia y, por lo tanto, una mayor demanda para el producto que otras calificaciones inferiores.

Los bonos emitidos por los diferentes instrumentos de estabilidad conllevan la colocación en los mercados de un gran volumen de títulos de deuda para asegurar la obtención de los fondos necesarios para los países beneficiarios. En este contexto, el FEEF incluía una serie de refuerzos de crédito para afianzar una calificación AAA.

De un tiempo a esta parte, la Comisión Europea, de acuerdo con los debates a escala internacional, ha estado tratando de disminuir la dependencia de los mercados financieros en las calificaciones y en las agencias de calificación. Aunque se está trabajando en aumentar la competencia y en mejorar las metodologías y la rendición de cuentas, no ha surgido todavía una alternativa. Los participantes en los mercados financieros, incluyendo el MEEF, el FEEF y el MEDE, siguen dependiendo de la percepción del mercado y, por lo tanto, de las calificaciones.

En este contexto, las recientes rebajas de calificación sufridas por varios Estados miembros de la eurozona y la rebaja por una agencia de calificación del propio FEEF han demostrado que, incluso sin una calificación AAA, la deuda pública todavía se puede emitir a precios razonables. Por lo tanto, el FEEF está tanteando el terreno con una calificación AA+ con el objetivo de seguir atendiendo a sus compromisos sin poner en peligro su capacidad de préstamo.

### 4.3. La contribución del FMI: inmediatamente operativo y una mayor experiencia

La participación del FMI junto a la UE en la prestación de asistencia financiera a los países europeos ha desempeñado un papel decisivo por varias razones.

En primer lugar, el FMI cuenta con 70 años de experiencia en la negociación y el diseño de programas de reforma macroeconómica, mientras que para la UE se trataba de un nuevo ámbito de actuación. Aunque la Facilidad de BdP de la UE estaba disponible desde las primeras etapas de la integración europea, realmente no había sido utilizado y, como resultado, la experiencia del FMI era un importante activo.

En segundo lugar, en términos operativos, los fondos del FMI podrían estar disponibles de forma inmediata, mientras que la construcción de un nuevo marco institucional en Europa requería tiempo. Se necesitaron tres meses de negociaciones y trabajo para poner el FEEF en marcha. Además, la UE necesita unas dos o tres semanas para obtener los fondos en el mercado que prestará, a continuación, al país beneficiario. Sin embargo, es importante destacar que, en la práctica, ha sido siempre la UE la primera en realizar los desembolsos.

En lo que respecta a la devolución de los créditos, los préstamos del FMI se amortizan en varias cuotas<sup>30</sup>, lo que le permite al país beneficiario distribuir la carga financiera a lo largo del tiempo. En la UE, los créditos eran generalmente *back-to-back*; cada desembolso tiene que ser devuelto en su totalidad en la fecha de vencimiento del correspondiente bono emitido en el mercado. No obstante, desde noviembre de 2011, el FEEF instauró una estrategia diversificada de financiación, lo que permite una mayor flexibilidad en los planes de amortización de los créditos concedidos.

Por último, al ser un actor “externo”, el FMI tenía un mayor poder de negociación. Se consideraba que, dada su experiencia y prestigio, el FMI podría ayudar a legitimar los programas de reforma, a pesar de que las intervenciones del FMI también podían venir aparejadas a un cierto “estigma” o a una señalización negativa sobre la estabilidad financiera del país beneficiario. En cualquier caso, estaba claro que la presencia de un actor externo serviría para ejercer una mayor presión de grupo sobre el país beneficiario y evitar el riesgo moral. Mientras que los países beneficiarios necesitaban el apoyo financiero para seguir funcionando, también sabían que el resto de la eurozona y la UE tendrían un interés directo en mitigar los riesgos de contagio y efectos colaterales en sus economías. La presencia del FMI servía, por lo tanto, para equilibrar el poder de negociación entre los acreedores y los beneficiarios.

La participación del FMI en los programas europeos ha evolucionado con el tiempo. En los primeros programas de Balanza de Pagos (Letonia, Hungría y Rumanía), el FMI aportó el 60% de los fondos; en los programas para Grecia (primer programa), Irlanda y Portugal, el FMI contribuyó con alrededor del 30% de los fondos; en el segundo programa griego, la participación del FMI se redujo a un mero 10% (20 mil millones de euros de un total de aproximadamente 200 mil millones)<sup>31</sup>. La ayuda financiera para los bancos españoles que se acordó el 9 de junio de 2012 procedía exclusivamente de fondos europeos<sup>32</sup>.

Dos razones principales explican esta disminución de la participación del FMI. Por un lado, este artículo muestra los enormes progresos realizados por la UE no sólo en términos de capacidad financiera y operativa, sino también en términos de experiencia. Como consecuencia, se ha paliado la apremiante necesidad de contar con el FMI. Por otra parte, el FMI ha expresado su preocupación por el aumento de su concentración de riesgos en

Europa<sup>33</sup> y ha indicado que prefiere disminuir su participación en programas europeos, mientras sus recursos globales no aumenten proporcionalmente.

Conste, de todas formas, que los Estados miembros contribuyen también a los recursos del FMI (los países de la UE proporcionan alrededor de un tercio de los fondos del FMI) y han participado sustancialmente en el reciente aumento de la capacidad del FMI.

### **Cuadro 3: La utilización de los paquetes de rescate UE-FMI**

Tres países de fuera de la eurozona (Hungría, Letonia y Rumanía) y tres países de la eurozona (Grecia, Irlanda y Portugal) han solicitado ayuda financiera a la UE<sup>34</sup>. En noviembre de 2011, se concedió una ampliación de la ayuda a Grecia (a través de un segundo programa). Los programas están diseñados con una duración típica de tres años (tabla B01).

**Tabla B01: Fechas de los programas de ayuda financiera**

| Programa     | Inicio     | Fin        |
|--------------|------------|------------|
| Hungría      | 2008 (nov) | 2010 (nov) |
| Letonia      | 2008 (dic) | 2012 (ene) |
| Rumanía (I)  | 2009 (may) | 2011 (mar) |
| Grecia (I)   | 2010 (may) | 2012 (mar) |
| Irlanda      | 2010 (dic) | 2013 (dic) |
| Rumanía (II) | 2011 (mar) | 2013 (mar) |
| Portugal     | 2011 (may) | 2014 (may) |
| Grecia (II)  | 2012 (mar) | 2014 (mar) |

**Nota:** En el segundo programa, el FMI apoyará a Grecia durante cuatro años bajo un EFF.

**Fuente:** FMI, Comisión Europea y FEEF.

Los compromisos de pago suman un total de 454 mil millones de euros, de los cuales 119 mil millones han sido comprometidos por el FMI y 335 mil millones por los distintos instrumentos europeos y los Estados miembros de la UE (tabla B02).

**Tabla B02: Compromisos de pago por país beneficiario e instrumento**

*Miles de millones de euros*

| Instrumento       | País beneficiario |             |             |             |             |            | Total        |
|-------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|
|                   | Grecia            | Irlanda     | Portugal    | Rumanía     | 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         |
| Otros             |                   | 22,3        |             | 3,2         | 1,0         | 2,7        | 29,2         |
| <b>Total</b>      | <b>237,5</b>      | <b>85,0</b> | <b>78,0</b> | <b>26,0</b> | <b>20,0</b> | <b>7,5</b> | <b>454,0</b> |
| Facilidad del BCE | 35,0              |             |             |             |             |            |              |

**Notas:** "Otros" incluye las contribuciones bilaterales (UK, SE, DK, FI, IE, EE, NO, CZ, PL), el BEI, el BERD y el Banco Mundial. Inicialmente, la FCG ascendía a 80 mil millones de euros. Sin embargo, 24 mil millones fueron transferidos al segundo programa griego y 2.700 millones fueron anulados (correspondientes a SK, IE y PT). Situación a mayo de 2012. España expresó su interés en solicitar la ayuda financiera el 9 de junio de 2012, pero los detalles no se conocen todavía.

**Fuente:** FMI, Comisión Europea, FEEF y elaboración propia.

Los compromisos corresponden a las necesidades previstas para toda la duración del programa. Sin embargo, los préstamos se desembolsan en pagos trimestrales. Hasta mayo de 2012, los desembolsos totales ascendían a 308 mil millones de euros (78 mil millones provenientes del FMI y 230 mil millones provenientes de fondos de la UE), (tabla B03).

**Tabla B03: Desembolsos por país beneficiario e instrumento**

*Miles de millones de euros*

| Instrumento       | País beneficiario |             |             |             |             |            | Total        |
|-------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|
|                   | Grecia            | Irlanda     | Portugal    | Rumanía     | 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         |
| Otros             |                   | 22,9        |             | 2,0         |             | 0,5        | 25,4         |
| <b>Total</b>      | <b>147,6</b>      | <b>69,4</b> | <b>53,5</b> | <b>18,9</b> | <b>14,1</b> | <b>4,5</b> | <b>308,0</b> |
| Facilidad del BCE | 35,0              |             |             |             |             |            |              |

**Notas:** "Otros" incluye las contribuciones bilaterales (UK, SE, DK, FI, IE, EE, NO, CZ, PL), el BEI, el BERD y el Banco Mundial. Las autoridades irlandesas han avanzado 20.700 millones de euros de liquidez. Esta cantidad se reducirán a lo largo de la duración del programa hasta la aportación prevista inicialmente de 17.500 millones. Hungría ya ha devuelto 3.200 millones de las cantidades desembolsadas (1.200 millones al FMI y 2.000 millones a la UE). Situación a mayo de 2012.

**Fuente:** FMI, Comisión Europea, FEEF y elaboración propia.

Los primeros préstamos de la UE se acordaban, habitualmente, con una duración máxima no superior a 7,5 años. Sin embargo, en 2011, los vencimientos se ampliaron hasta un máximo de 30 años<sup>35</sup>. Al final del programa (es decir, cuando se han realizado todos los desembolsos), los países son objeto de una vigilancia posprograma hasta que hayan reembolsado una cierta porción de los préstamos<sup>36</sup>.

#### 4.4. La actuación del BCE: flexibilidad y capacidad de intervención en el mercado secundario

El paquete de mayo se complementó con una serie de medidas tomadas por el BCE para proporcionar apoyo en los mercados de deuda pública sin violar su mandato de política monetaria. El BCE estableció el Programa del Mercado de Títulos (en inglés: *Securities Market Programme* o SMP) el 9 de mayo de 2010<sup>37</sup> con el objetivo de aliviar las graves tensiones en los mercados financieros (incluyendo los mercados de deuda pública). En el plazo de dos meses, el BCE compraría hasta 60 mil millones de euros de bonos a través de este programa. Posteriormente, cuando las tensiones disminuyeron, se desactivó el SMP. En el verano de 2011, surgieron nuevas tensiones en el mercado de deuda soberana y el SMP fue reactivado. El volumen de bonos que el BCE compró bajo el SMP aumentó hasta 212 mil millones de euros en mayo de 2012<sup>38</sup>. El SMP fue el precursor de las compras de deuda en el mercado secundario por parte de los mecanismos de estabilidad (véase la sección siguiente).

Además del SMP, el BCE adoptó, desde septiembre de 2008, una serie de medidas "no convencionales" para ayudar a hacer frente a la crisis financiera, siempre dentro de su

mandato. Aparte de reducir los tipos centrales de refinanciación al 1%, las medidas del BCE incluían: un incremento en la frecuencia y el tamaño de sus operaciones de refinanciación (con un incremento de los vencimientos hasta un año), asegurar que se proporcionaría el volumen total demandado por los bancos en las operaciones de inyección de liquidez, ofrecer financiación en dólares y francos suizos a través de *swaps* de divisas, y comprar cédulas hipotecarias denominadas en euros<sup>39</sup>.

La principal fortaleza del BCE es su capacidad de reaccionar de forma inmediata y su tamaño virtualmente ilimitado. Por ejemplo, entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, el BCE inyectó más de un billón de euros en los bancos de la eurozona a través de dos operaciones de refinanciación a largo plazo de tres años. Este volumen representa el doble de la capacidad combinada del MEEF y del FEEF. Sin embargo, las intervenciones del BCE están restringidas a acciones relacionadas con la política monetaria y tienen que respetar su mandato de control de la inflación y de no monetizar la deuda pública. Esto significa que el BCE puede ayudar a aliviar los síntomas (tensiones en los mercados financieros), pero no puede abordar las raíces de la crisis (desequilibrios estructurales). Por ello, a menudo se dice que el BCE proporciona tiempo, pero las verdaderas soluciones sólo podrán venir de resueltas acciones de los gobiernos.

## 5. AMPLIACIÓN DE LAS HERRAMIENTAS DISPONIBLES Y MEJORA DEL FEEF

El cuadro 3 muestra los programas aprobados para la eurozona hasta mayo de 2012. El tamaño de los programas se calcula a partir de las necesidades de financiación de los Estados beneficiarios para la duración completa del programa. Con la evolución de la crisis, este método se ha revelado como demasiado restrictivo y una mayor flexibilidad se hizo necesaria. En este contexto, se amplió la “caja de herramientas” con nuevos instrumentos más allá de los tradicionales préstamos a los Estados miembros para así poder hacer frente a una diversidad de necesidades y casos específicos.

1\_ *Líneas de crédito*. Las líneas de crédito –que incluyen dos tipos: uno con simplemente una condicionalidad previa (y respeto continuado de la misma), y otro que exige sólo ciertas medidas correctoras– están destinadas a servir como una herramienta de prevención de crisis. Las líneas de crédito requieren un procedimiento más sencillo y el proceso de ejecución es más rápido.

Tendrán acceso a las líneas de crédito los países con sólidas políticas económicas y fundamentos macroeconómicos, pero que se confrontan con un “riesgo de problemas futuros en el acceso a una financiación de mercados en condiciones razonables”. Una vez que se ha aprobado una línea de crédito, los Estados beneficiarios pueden solicitar, en cualquier momento durante el período de disponibilidad, su activación y desembolso efectivo a través de un préstamo o de una intervención en el mercado primario<sup>40</sup>.

Esta herramienta está inspirada en las líneas de crédito del FMI, y el objetivo es proporcionar los medios para una asistencia financiera preventiva, mitigando el gran estigma aparejado a un programa de ajuste macroeconómico. Una variante de esta idea está también prevista en la Facilidad de BdP, bajo la cual se puede conceder un préstamo preventivo. Este ha sido el caso del segundo programa para Rumanía (véase el cuadro 3), bajo el cual no se ha necesitado, de momento, realizar ningún desembolso.

2\_ *Compras de bonos en el mercado secundario*. Antes de llegar a una situación de verdadera insolvencia, algunos países pueden sufrir ciertas disfunciones en el mercado secundario de bonos. Se decidió que los mecanismos europeos de estabilidad deberían ser capaces de intervenir en estos casos, sin exigir un programa macroeconómico de ajuste

completo<sup>41</sup>. En cualquier caso, los países beneficiarios deberán cumplir con unos requisitos previos e implementar ciertas acciones correctivas<sup>42</sup>. Las compras del BCE bajo su SMP han sido un factor precursor de esta herramienta (véase la sección 4.4).

3\_*Compras de bonos en el mercado primario*. Se trata de una herramienta que se utilizará principalmente hacia el final de un programa para ayudar al país beneficiario a retornar a los mercados. El mecanismo de estabilidad podrá comprar bonos en el mercado primario o a través de colocaciones con inversores privados. El objetivo es restaurar la relación del país beneficiario con la comunidad inversora y servir de apoyo para el acceso a los mercados. Las compras de bonos en el mercado primario también son posibles para los países con un programa preventivo<sup>43</sup>.

4\_*Recapitalización bancaria*. Las pérdidas sufridas por algunos bancos y sus débiles posiciones de capital han desempeñado un papel destacado en la crisis financiera actual y han sido una importante fuente de tensión financiera. En muchos países, el Estado tuvo que intervenir para rescatar a los bancos vulnerables<sup>44</sup>. En este contexto, se concibió una nueva herramienta para permitir que los mecanismos de estabilidad pudieran proporcionar a un Estado sin programa de reformas macroeconómicas un préstamo para la recapitalización de sus instituciones financieras. Este tipo de préstamo requiere que se cumplan ciertos criterios previos y que se acompañan de una condicionalidad dirigida a instituciones específicas o al sector financiero en su conjunto y orientada a corregir las vulnerabilidades existentes y restablecer la viabilidad y la estabilidad financieras<sup>45</sup>. Este instrumento fue utilizado por primera vez por España<sup>46</sup>.

En paralelo a la flexibilización de los instrumentos, se produjo un debate sobre cómo aprovechar los recursos existentes al máximo, y otro sobre cuál era el tamaño adecuado de los instrumentos de estabilidad. Al mismo tiempo que continuaban las discusiones sobre el diseño del mecanismo permanente<sup>47</sup>, se concibieron dos opciones de “apalancamiento” para incrementar la capacidad del FEEF sin afectar al volumen de garantías ya comprometidas por los Estados miembros.

En una primera opción, el FEEF emitiría *certificados de protección parcial soberana*. El país beneficiario emitiría bonos en el mercado y el FEEF garantizaría el primer 20% o el 30% de las pérdidas<sup>48</sup>. En una segunda opción, se crearían unos *fondos conjuntos de inversión* que reunirían fondos públicos privados<sup>49</sup>.

En octubre de 2011, tras la ratificación en los 17 Estados miembros, entró en vigor una versión enmendada del FEEF. Las enmiendas al FEEF consistían en la inclusión de los cuatro nuevos instrumentos y las dos opciones de apalancamiento. Además, la capacidad efectiva del FEEF se elevó a 440 mil millones de euros mediante el incremento de las sobregarantías hasta un 65%<sup>50</sup>. Los nuevos instrumentos estarán también disponibles para el MEDE (véase la sección 6). Sin embargo, las opciones de apalancamiento quedarán restringidas al FEEF.

#### **Cuadro 4: Más allá de la “red de seguridad” financiera: una respuesta integral a la crisis**

Este artículo muestra cómo la UE estableció una red de seguridad financiera como herramienta de resolución de crisis. Sin embargo, la respuesta a la crisis ha sido mucho más amplia. Se tomaron numerosas decisiones de gran calado para corregir los fallos que llevaron a la crisis y para desarrollar unas condiciones de fomento de la estabilidad y del crecimiento. *La Hoja de ruta para la estabilidad* y el crecimiento, presentada por la Comisión Europea en octubre de 2011<sup>51</sup>, compiló muchas de las decisiones tomadas hasta ese momento y presentó una lista de elementos que necesitaban ser implementados con urgencia “con el fin de restablecer la confianza en la eurozona y en la UE en su conjunto”.

En primer lugar, se necesitaba una respuesta definitiva para los problemas de Grecia, lo que incluía la participación del sector privado en un segundo programa de ajuste (véase la sección 7.7)<sup>52</sup>.

En segundo lugar, había que mejorar los instrumentos de resolución de crisis. Esto dio lugar a la revisión de la “caja de herramientas” de los instrumentos de estabilidad y a la maximización de la capacidad del FEEF (véase la sección 5), así como al avance de la entrada en vigor del MEDE (véase la sección 6.1).

En tercer lugar, se necesitaba fortalecer el sistema bancario. Desde las primeras etapas de la crisis se realizaron grandes esfuerzos, tanto en términos normativos como financieros, para fortalecer los bancos europeos. Sin la pretensión de ser exhaustivo, las medidas iban desde la creación de las autoridades de supervisión a nivel europeo hasta la propuesta de la directiva/reglamento sobre requisitos de capital, una mayor protección de los depósitos bancarios de los ciudadanos, las restricciones en las políticas de remuneración de los directivos bancarios, las pruebas de esfuerzo de los bancos, la revisión del Reglamento sobre agencias de calificación crediticia o la introducción de una propuesta de un impuesto sobre las transacciones financieras. En 2011, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) coordinó un “ejercicio de capital” que requeriría a algunos bancos reforzar su capital antes de junio de 2012.

En cuarto lugar, se necesitaba construir una gobernanza económica más robusta e integrada. Con la adopción del semestre europeo y el *six-pack*, los Estados miembros acordaron fortalecer la coordinación de las políticas económicas e intensificar la vigilancia sobre las políticas económicas y la posición fiscal de los países. Los Estados miembros tendrán que enviar sus presupuestos nacionales para ser aprobados por la UE antes de su adopción definitiva en los parlamentos nacionales. Además, la UE seguirá de cerca los desequilibrios macroeconómicos en los Estados miembros y pedirá correcciones si fuera necesario.

Por último, se necesitaba una estrategia de crecimiento para crear empleos y sacar a la UE de la crisis. Además de una mejor aplicación de la legislación ya existente, se propusieron inversiones a nivel europeo en áreas específicas enfocadas al crecimiento. Las áreas previstas incluyen las industrias de red, la agenda digital, innovación, crecimiento “verde”, infraestructuras y refuerzo de las políticas de empleo.

Las finanzas públicas de los países que más necesitaban estas políticas de crecimiento se habían visto seriamente dañadas por la crisis. Estos países no tienen otra opción que reducir sus niveles de deuda y déficit. Sin embargo, se está discutiendo y aplicando una serie de fuentes de financiación alternativas. Estas incluyen: una mejor orientación de los fondos estructurales de la UE, el instrumento financiero *Connecting Europe*<sup>53</sup>, bonos de proyectos<sup>54</sup>, aumento de la capacidad de préstamo del BEI o la introducción de un impuesto sobre las transacciones financieras como fuente de financiación para el crecimiento. La posibilidad de emisiones conjuntas de deuda por partes de los países de la eurozona, es decir, los eurobonos o bonos de estabilidad, también está en el orden del día.

La UE y los Estados miembros han respondido a la crisis con decisiones y medidas de gran calado. Mientras que se necesita tiempo para que se perciba su impacto, la profundidad de esas decisiones sólo se hará patente a medio plazo. Estas medidas no significan que el impulso reformador haya llegado a su fin; por el contrario, la Comisión sigue trabajando en la actualización de ese plan integral para abordar la crisis.

## 6. EL MEDE: UN INSTRUMENTO ROBUSTO Y PERMANENTE

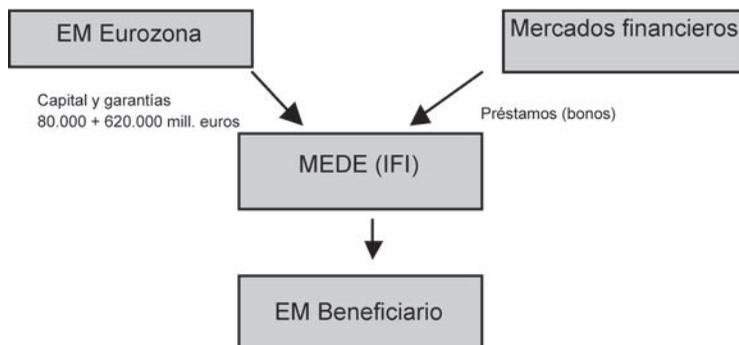
Las discusiones conducentes al mejorado FEEF dejaron algunas cuestiones sin resolver:

- ¿Qué hacer después de junio de 2013, cuando el FEEF ya no podría comprometerse en nuevas operaciones?
- ¿Cómo romper el vínculo entre las operaciones de préstamo del FEEF y la deuda pública de los Estados miembros?
- ¿Cómo hacer frente a las dificultades para obtener y mantener una calificación AAA? y ¿cómo reducir la influencia de la calificación de los propios Estados miembros en la calificación de los instrumentos de estabilidad?

Estas cuestiones, que no se podían resolver mediante modificaciones del FEEF, impulsaron la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) con una estructura diferente y un carácter permanente. La primera referencia oficial al MEDE apareció en las conclusiones del Consejo Europeo de octubre de 2010. A partir de ese momento, los debates sobre la mejora del FEEF correrían en paralelo con el diseño del MEDE.

El MEDE se concibió como una Institución Financiera Internacional consagrada en un tratado internacional<sup>55</sup>. Se estableció que el MEDE comenzaría a operar en julio de 2013, de modo que se aseguraba una continuidad de las actividades del FEEF y se dejaba tiempo suficiente para completar los procesos de ratificación en todos los Estados miembros.

Gráfico 05: El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)



**Fuente:** Comisión Europea.

La principal característica del MEDE es su capital desembolsado de 80 mil millones de euros, que se completa con 620 mil millones de euros de capital adicional exigible. Esta estructura hace que el MEDE constituya la mayor institución financiera internacional del mundo<sup>56</sup> y además proporciona varios beneficios clave. En primer lugar, las operaciones de empréstito del MEDE no afectarán a la deuda pública de los Estados miembros<sup>57</sup>. En segundo lugar, el capital desembolsado proporciona una reserva para absorber pérdidas, convirtiendo al MEDE en un instrumento más resistente a rebajas de calificación que el FEEF<sup>58</sup>. Por último, el capital desembolsado permite intervenciones rápidas sin la necesidad de obtener recursos en los mercados, aunque el capital sólo se podrá utilizar en caso de emergencia.

Se estima que el MEDE tendrá una capacidad de 500 mil millones de euros, manteniendo la calificación AAA<sup>59</sup>. Esto equivale a la capacidad combinada del FEEF y el MEEF. El capital desembolsado será abonado en cinco cuotas iguales. En julio de 2011, se firmó un primer Tratado MEDE, pero enseguida comenzó una nueva ronda de negociaciones para incrementar la flexibilidad del mecanismo y ampliar la caja de herramientas (esto se llevó a cabo de forma paralela con el FEEF, véase la sección 5). En febrero de 2012 se firma una versión revisada del Tratado MEDE.

### 6.1. Adelanto de la entrada en vigor del MEDE

Mientras que inicialmente estaba previsto que el MEDE comenzase a operar en julio de 2013, debido a sus ventajas con respecto a la FEEF, su entrada en vigor se adelantó al verano de 2012 (una vez que un 90% de los países lo hubiesen ratificado). Como consecuencia, se espera que tanto el FEEF como el MEDE coexistan hasta julio de 2013.

A finales de 2011, surgió un debate sobre la necesidad de ampliar el tamaño de la red de protección financiera a nivel mundial y de la UE<sup>60</sup>. Los 500 mil millones de euros parecían suficientes para apoyar a países de la eurozona de tamaño pequeño o mediano, tales como Grecia, Irlanda o Portugal. No obstante, esta cantidad parecía escasa para países más grandes, con lo que la UE en su conjunto comenzó a experimentar un deterioro en sus perspectivas financieras.

En este contexto, se debatió sobre qué sucedería una vez que el MEDE entrara en vigor: ¿debería el FEEF dejar de proporcionar apoyo financiero?, ¿deberían mantenerse ambos instrumentos en paralelo?, ¿debería transferirse al MEDE la capacidad no utilizada del FEEF?, y, en ese caso, ¿debería hacerse sobre una base temporal o permanente?

El Eurogrupo del 30 de marzo 2012 fijó la capacidad combinada del FEEF/MEDE en 700 mil millones de euros. El “cortafuegos” de la UE, capaz de movilizar casi 900 mil millones de euros cuando se combinan todos los instrumentos (Facilidad de BdP, FCG, FEEF, MEEF y MEDE), es más grande que cualquier otro acuerdo de financiación en el mundo. Sin embargo, esta cantidad parecía estar todavía por debajo de las expectativas del mercado<sup>61</sup>. A pesar de la decisión del Eurogrupo, las condiciones de financiación en los países periféricos de la eurozona (entre ellos España e Italia) no mejoraron. Por lo tanto, la cuestión sobre el tamaño de la red de seguridad financiera de la eurozona puede que no esté cerrada todavía.

## 7. LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LAS DECISIONES: LA NEGOCIACIÓN DE LOS DETALLES

*“La Comisión habría preferido decisiones más rápidas y de más calado. Pero nuestra Unión trabaja sobre la base de un compromiso [...] y eso lleva tiempo. Pero vale la pena. Este es el tiempo necesario para un verdadero proceso democrático”<sup>62</sup>.*

A menudo, se le achaca a la UE el tiempo que necesita para adoptar y poner en práctica sus decisiones. Los retos para lograr un consenso y/o un compromiso se encuentran claramente en el proceso que terminó con la adopción del primer paquete de rescate para Grecia. En este contexto, es importante destacar que tanto la FCG como los mecanismos de estabilización temporales se acordaron en tan sólo unos días. Los acuerdos alcanzados ilustran el tipo de impulso que puede surgir de una necesidad imperiosa de resolver los problemas a través de una solución común, un impulso que no siempre es fácil de conseguir en tiempos de bonanza, cuando cada Estado miembro progresa y experimenta crecimiento por sí mismo.

En esta sección se muestran algunos de los retos que hubo que superar no sólo para consensuar los acuerdos generales presentados a lo largo de este artículo, sino también para decidir sobre los detalles necesarios para ponerlos en práctica. Esto ayudará a explicar por qué *lleva tiempo*.

### 7.1. ¿Quién participa?

La crisis se ha centrado principalmente en la eurozona y, por tanto, muchas de las decisiones fueron tomadas sólo por los países que comparten la moneda única. Sin embargo, puesto que la mayoría de las decisiones podrían tener efectos indirectos sobre los demás países de la UE, los países no pertenecientes a la eurozona deberían estar también implicados en las discusiones. Por ejemplo, la creación del MEEF y el cambio en el Tratado sobre el Funcionamiento de la UE necesitaba la participación de los 27 Estados miembros. En este contexto, a pesar de que el MEDE sería firmado exclusivamente por los países de la eurozona, en la fase de negociación participaron los 27 Estados miembros.

Asimismo, cuando se presta asistencia, el paquete financiero total debe distribuirse entre el FEEF y el MEEF. Esta distribución tiene implicaciones sobre quiénes son los garantes (los países de la eurozona o la UE en su conjunto), sobre el coste para el país beneficiario (el MEEF era inicialmente más barato que el FEEF) o sobre cuánto queda disponible para necesidades futuras<sup>63</sup>.

### 7.2. Compensación de tipos de interés para los países con elevados costes de financiación

Bajo la FCG, los prestamistas tendrían que pedir prestado en los mercados para luego transferir los fondos a Grecia. ¿Qué pasaría en el caso de que un país tuviera que pagar unos tipos más elevados a los inversores que los intereses que recibiría de Grecia? Cuando los fondos prestados provengan del presupuesto general del país sin una conexión con una emisión de bonos específica, ¿cómo se definiría el coste para ese país?

Con el objetivo de abordar estas cuestiones, se puso en marcha un mecanismo de compensación. Los ingresos obtenidos de Grecia más allá de los tipos de interés (es decir, los márgenes y comisiones) se utilizarían en primer lugar para compensar a los países con costes de financiación más elevados. El resto se distribuiría entre los países con los costes de financiación más bajos.

### 7.3. Coste y duración de los préstamos

Como la Unión Europea estaba estableciendo un marco completamente nuevo, existían pocos puntos de referencia sobre cuáles podrían ser unos tipos de interés y una duración adecuados. Los tipos de interés debían ser lo suficientemente elevados como para cubrir los costes, pero razonablemente asequibles para los países beneficiarios. La duración debía ser lo suficientemente larga como para permitir a los países beneficiarios recuperarse de la crisis y generar los fondos para devolver el préstamo, pero no debían comprometer a los países prestamistas más tiempo de lo necesario. Además, los mercados financieros podían imponer ciertas restricciones<sup>64</sup>.

En este contexto, desde el establecimiento de la FCG y del FEEF en mayo de 2010, los tipos de interés se redujeron y los vencimientos se prolongaron en varias ocasiones<sup>65</sup>. Esto era el resultado de una adaptación a un entorno cambiante y al empeoramiento de la crisis más de lo previsto. La nueva arquitectura del FEEF fue fundamental para proporcionar una mayor flexibilidad en términos de tipos<sup>66</sup> y plazos<sup>67</sup>.

### 7.4. El reparto de las aportaciones

Una vez establecida la dotación total, los Estados miembros necesitaban decidir cómo distribuir el capital y las garantías entre sí, es decir, qué clave de reparto utilizar. Se trataba

de una tarea sencilla para los instrumentos “comunitarios”, la Facilidad de BdP y el MEEF, ya que estaban implícitamente sujetos al reparto habitual del presupuesto de la UE.

Sin embargo, para el FEEF y para el MEDE, se abrían numerosas posibilidades: población, PIB, los votos en el Consejo de la UE, la clave en el BCE, la clave en el FMI... Para el FEEF, se consideró que la clave de suscripción de capital del BCE era un buen compromiso<sup>68</sup>. Sin embargo, el MEDE sería un mecanismo permanente y algunas delegaciones no se sentían cómodas con la clave del BCE. Como compromiso, se decidió aplicar una compensación transitoria a los países con un bajo PIB *per cápita*<sup>69</sup>.

### 7.5. Reglas de votación

Los recursos comprometidos por los instrumentos de estabilidad podían tener un fuerte impacto en las posiciones fiscales nacionales. Sin embargo, imponer la unanimidad en todas las decisiones podía poner en peligro su funcionamiento y eficacia.

Una solución de compromiso se alcanzó en el Tratado revisado del MEDE. La mayoría de las decisiones se tomarían por consenso, pero se preveía también un procedimiento de emergencia, que requerirá una mayoría cualificada del 85% de los votos. El uso de este procedimiento está sujeto a ciertas condiciones.

### 7.6. La participación de los inversores privados (PSI)

Entre 2007 y 2011, la deuda pública griega aumentó del 107% del PIB al 165%<sup>70</sup> y estaba previsto que alcanzaría casi el 200% en 2012<sup>71</sup>. En este contexto, el apoyo financiero público a través de los mecanismos de estabilidad parecía insuficiente para devolver la deuda pública griega a una senda sostenible; la participación de los tenedores privados de bonos (PSI) se reveló esencial para garantizar la reducción de la deuda<sup>72</sup>.

El PSI implicaba no sólo una reducción en el valor nominal de la deuda, sino también la reprogramación de los vencimientos y la reducción de los cupones. El acuerdo inicial de verano de 2011 nunca fue puesto en práctica. En febrero de 2012, se alcanzó un nuevo acuerdo. El valor nominal de los bonos se reduciría en un 53,5%<sup>73</sup>. Con los vencimientos prolongados hasta 30 años y la reducción en los cupones, se estimó que los bonos habían perdido alrededor del 80% de su valor<sup>74</sup>. El canje de deuda se llevó a cabo entre marzo y abril de 2012. El objetivo era asegurar un nivel de deuda pública de alrededor del 120% del PIB en 2020<sup>75</sup>.

La aplicación del PSI abrió la puerta a un alivio adicional de la deuda: los beneficios originados por los bonos griegos que había comprado el BCE en el marco del SMP se devolverían a Grecia para seguir mejorando la sostenibilidad de su deuda pública<sup>76</sup>.

### 7.7. Estatus de acreedor preferente

También se necesitaron resolver otros temas más técnicos. Uno de ellos fue la inclusión de una cláusula de prioridad de los préstamos de los mecanismos de estabilidad sobre otros tipos de deuda<sup>77</sup>. Parecía razonable obtener un estatus de acreedor preferente (PCS) puesto que los instrumentos de estabilidad intervendrían cuando el resto de las fuentes de financiación no estaban ya disponibles<sup>78</sup>. Sin embargo, esta cláusula podía poner en peligro el retorno de los países beneficiarios a los mercados. Las nuevas emisiones del país serían consideradas como subordinadas y tendrían como efecto que los inversores demandasen unos tipos de interés más elevados que en circunstancias normales.

El MEDE incluía el PCS<sup>79</sup>. Las compras en el mercado primario podrían ser utilizadas como una medida para mitigar el PCS, ya que permiten que el MEDE pueda eventualmente vender

los bonos y reducir la proporción de deuda preferente en el total de deuda del país beneficiario. Sin embargo, los inversores han reaccionado negativamente, incluso para cantidades reducidas de deuda emitida con PCS. Otra forma de mitigar el exceso de deuda preferente era a través de la emisión de certificados de protección soberana parcial<sup>80</sup>. Sin embargo, esta opción está exclusivamente limitada al FEEF (no está disponible bajo el MEDE).

## 8. CONCLUSIONES

*“Europa no se hará de una sola vez, o de acuerdo con un plan sencillo. Se construirá con logros concretos que crearán primero una solidaridad de hecho”,* declaración de Schuman, 9 de mayo de 1950.

Desde hace ya cinco años, la UE navega por aguas turbulentas, manteniéndose en un débil equilibrio entre una actitud de acusadora y una profundización en la solidaridad. No es la primera vez en la historia que los países europeos se han culpado mutuamente, ni la primera vez que han tratado de hacer frente a los problemas conjuntamente. Entre los muchos ejemplos de estas dos actitudes, vale la pena destacar dos momentos críticos en la configuración de lo que es Europa hoy.

Al final de la Primera Guerra Mundial, los “ganadores” señalaron a los “perdedores” con el dedo y les obligaron a indemnizarles por todos los daños de la guerra<sup>81</sup>. Existe un amplio consenso sobre la contribución de estas “reparaciones” a alimentar el estallido de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, la actitud después de la Segunda Guerra Mundial fue totalmente diferente. Además de la reconstrucción impulsada por el Plan Marshall, se creó la CECA, cuyo objetivo era que la guerra entre los Estados miembros fuese imposible gracias a la puesta en común de sus recursos<sup>82</sup>.

Europa se encuentra en una encrucijada. Para tomar la buena dirección, los países deben ir más allá de culpabilizar a los demás y aprender de los padres fundadores de la UE. Sólo se podrá superar la crisis evitando aislar a algunos países y admitiendo que la situación actual se debe a los errores de todos. Además, hay que tener en cuenta que la UE no está constituida por Estados, sino por ciudadanos. Es necesario comunicar y explicar adecuadamente a la población en general las circunstancias y las decisiones tomadas, y los políticos tienen que implicar a los ciudadanos como parte esencial de la solución.

La creación y el uso de los mecanismos de rescate se han visto rodeados por cierto sentimiento negativo en la opinión pública ante una percepción de que el conjunto de la UE está pagando por los excesos pasados de los países del sur<sup>83</sup>. Muchos ciudadanos de varios países de la UE sienten que están tirando ingentes cantidades de dinero en los países vulnerables, pero los ciudadanos de esos países no se sienten realmente ayudados. Algunos ciudadanos, por ejemplo, evitan viajar a Grecia por temor acerca de su seguridad. Parece que algo no está funcionando de forma correcta. Definitivamente, no estamos uniendo pueblos, como defendía Jean Monnet<sup>84</sup>. A pesar de los impresionantes logros alcanzados, se deben corregir las importantes deficiencias en la comunicación de las políticas de la UE. Este trabajo pretende aportar un granito de arena para comprender qué se está haciendo para abordar la crisis.

Letonia es un ejemplo de una buena comunicación. El primer ministro Dombrovskis tomó posesión a principios de 2009 y, después de aprobar un plan de austeridad, fue reelegido en 2010<sup>85</sup>. El programa de reformas fue un éxito y se completó sin necesidad de recurrir a los tramos finales de los fondos del FMI-UE. Para ello, las autoridades letonas invirtieron un gran esfuerzo para comunicar la situación y las medidas que se debían adoptar. Ahora, las autoridades letonas están esperando que la economía doméstica mejore y trabajan en conseguir que el país pueda adoptar

el Euro en 2014. Otros líderes europeos necesitan mejorar significativamente la forma en que se comunican, no sólo con sus ciudadanos, sino también con sus socios europeos.

La ola de cambios de gobierno que ha azotado toda Europa indica que los poderes públicos no fueron capaces de explicar sus decisiones a sus ciudadanos. La comunicación, la participación de los ciudadanos y que estos sientan como propias las decisiones políticas son elementos cruciales para lograr el objetivo de la UE: promover la paz, sus valores y el bienestar de sus pueblos<sup>86</sup>. Los ciudadanos están pidiendo formar parte de la solución, como muestran movimientos sociales pacíficos tales como el 15-M o los “Indignados”.

Los ciudadanos representan un doble papel. Por un lado, pueden “ratificar” las decisiones y asegurar su viabilidad a largo plazo. Sin embargo, con sus votos, también pueden poner las decisiones en peligro. Así ocurrió tras las elecciones de abril de 2012 en Grecia, cuando los partidos extremistas consiguieron una importante representación y no fue posible formar gobierno. Por otro lado, las personas constituyen el principal activo para resolver la crisis. Los mercados financieros necesitan estabilidad y confianza. Cuando los ciudadanos sientan que hay una luz al final del túnel, comenzarán a consumir e invertir, las empresas contratarán nuevos empleados y los emprendedores se atreverán a embarcarse en nuevas aventuras. De lo contrario, seguirán restringiendo el gasto y retirando el dinero de los bancos ante el temor a un desplome. Los mercados financieros leen los sentimientos de la población.

En este trabajo, se ha demostrado cómo la reacción de la Unión Europea a la crisis ha sido sin parangón. Se ha llegado a soluciones de compromiso en temas que ni siquiera se podían discutir abiertamente un par de años antes. Sin embargo, a finales de junio de 2012, estamos todavía en crisis, y en una fase aguda de la misma. La segunda vuelta de las elecciones griegas puede arrojar cualquier resultado, desde medidas más decididas para una solución dentro de la eurozona hasta una salida desordenada de la unión monetaria con desconocidos efectos dentro y fuera de Grecia<sup>87</sup>.

Los esfuerzos y avances realizados desde el inicio de la crisis son significativos, aunque no siempre hayan sido perfectos. El primer FEEF imponía no sólo unos tipos elevados, sino que también preveía que los intereses se pagasen por adelantado<sup>88</sup>. Esta estructura emanaba, por una parte, “de la percepción de que el conjunto de la UE estaba pagando por los excesos cometidos por los países del Sur”<sup>89</sup> y, por otra, de la falta de confianza en la capacidad de los países beneficiarios para devolver el crédito. Esta actitud de culpabilizar a la víctima está creando un sentimiento de resentimiento dentro de Europa y poniendo en riesgo la futura convivencia armoniosa de sus pueblos. Las consiguientes reducciones en los tipos de interés y la extensión en la duración de los préstamos<sup>90</sup> constituyen una verdadera solidaridad europea.

La decisión de devolver a Grecia los ingresos derivados del SMP y de los bonos en poder de los bancos centrales<sup>91</sup> expresan de nuevo la solidaridad europea. Sin embargo, gran parte de los Estados miembros están mostrando cierta reticencia en su aplicación. La solidaridad europea está, sin duda, detrás de la enorme cantidad de fondos con que se dotará al MEDE, pero también surgió cierta timidez a la hora de aumentar el tamaño de la red de seguridad financiera (véase la sección 6.1)<sup>92</sup>. Otras oportunidades de “solidaridad de hecho” aparecen no sólo en la estrategia de crecimiento y, en particular, en las nuevas fuentes para financiar el crecimiento<sup>93</sup> sino también en los “eurobonos”.

Los líderes europeos tienen que convencerse a sí mismos y a sus ciudadanos de que la solución a la crisis surgirá sólo de una decidida profundización en la solidaridad europea a través de nuevas herramientas, estructuras y estrategias políticas. Los líderes y los ciudadanos tienen, hoy más que nunca, la oportunidad de hacerse eco de la visión de Schuman: *“No se podrá salvaguardar la paz mundial más que con unos esfuerzos creativos proporcionales a los peligros que la amenazan”*

## Notas

---

- 1 Tratado de Roma, art. 103.
- 2 Para otros detalles técnicos sobre el funcionamiento de la BdP, véase 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 y Council Regulation (EC) N.º 431/2009, art. 1. En términos reales, cuando se tiene en cuenta la evolución de precios, el techo de 2008 era equivalente al techo de 1988.
- 6 Para más detalles, véase el cuadro 3.
- 7 Para más detalles sobre el papel del FMI, véase la sección 4.3.
- 8 Se preveía que los excesos de la política fiscal de los Estados miembros podrían ser monitorizados y corregidos a través del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento (PEC). La cláusula de “no rescate” evitaría una situación de riesgo moral entre los Estados miembros.  
El PEC se refiere a la supervisión de la situación presupuestaria, la coordinación de las políticas económicas y la ejecución del procedimiento de déficit excesivo. El PEC está consagrado en los artículos 121 y 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y en su Protocolo n.º 12.  
La cláusula de “no rescate” se plasmó en el artículo 125 del TFUE: “Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos [...] de otro Estado miembro”.
- 9 En el momento de la reunión del ECOFIN del 16 de febrero de 2010, el déficit griego se estimó en el 12,7% del PIB. La 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 más detalles sobre la condicionalidad, véase el cuadro 1.
- 14 El riesgo moral es la idea de que la provisión de fondos (o el rescate) no implica ninguna responsabilidad o rendición de cuentas por parte del receptor.
- 15 European Commission (2012a).
- 16 El programa de ajuste se plasma en un Memorando de Entendimiento (MoU) y en un Acuerdo de Crédito firmado entre la Comisión Europea y el país beneficiario. Para más detalles, véase European Commission (2012a).
- 17 Council Regulation (EU) N.º 407/2010.
- 18 Para más detalles sobre la condicionalidad, véase el cuadro 1.
- 19 El 1,31% de la RNB de la UE es el techo para los compromisos, mientras que el 1,24% de la RNB de la UE es el techo para los pagos. Council Decision 2007/436/EC, Euratom, art. 3.
- 20 Esta estimación de la capacidad en 60 mil millones de euros tiene en cuenta que la devolución de los préstamos se puede extender a lo largo de varios períodos presupuestarios.
- 21 Por ejemplo, hemos visto que el primer programa para Grecia (véase sección 3) ascendía a 110 mil millones de euros (80 mil millones de la FCG y 30 mil millones del FMI).
- 22 European Council (2010).
- 23 International Monetary Fund (2012e). Entre los años 2008 y 2012, varias reformas llevaron a incrementar la capacidad de préstamo del FMI hasta los 750 mil millones de dólares. Véase la sección 4.3 para más detalles.
- 24 Véase Council Conclusions of ECOFIN meeting of 9 and 10 May 2010, 9596/10 (Presse 108).
- 25 Como se ha indicado en la sección anterior, el MEEF estaba plenamente operativo en cuestión de un par de días después de la aprobación por el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo. Además, el reglamento del MEEF apenas tiene tres páginas de largo, mientras que el acuerdo marco del FEEF contiene más de 30 páginas y los estatutos del FEEF otras 25 páginas.
- 26 Eurostat Decision 13/2011 of 27 January 2011.
- 27 El tipo de interés nominal se aplicaría a la cantidad total recibida (incluyendo el sobreendeudamiento para alimentar el colchón y la reserva de liquidez). Cuando se comparan los intereses pagados con el montante efectivo del préstamo, los tipos de interés efectivos casi se duplicaban.
- 28 German Federal Constitutional Court, Press release n.º 55/2011 of 7 September 2011.
- 29 Las tres principales agencias de calificación de crédito (Fitch, Moody's, Standard & Poors) utilizan nomenclaturas ligeramente diferentes.
- 30 Dependiendo del instrumento utilizado, los créditos del FMI se devuelven en ocho cuotas trimestrales (Stand-by Arrangement (SBA), International Monetary Fund (2012b)) o en 12 cuotas semestrales (Extended Fund Facility (EFF), International Monetary Fund (2012c)).
- 31 Véase el cuadro 3 para más detalles sobre los paquetes financieros de los programas.
- 32 Véase Eurogroup statement on Spain, 9 June 2012. Para detalles sobre los fondos para la recapitalización bancaria, véase la sección 5.

- 33 “A fecha de 20 de marzo de 2010, el FMI [...] ha dedicado más del 64 por ciento del total de desembolsos y fondos preventivos a Europa en su conjunto”, International Monetary Fund (2012d).
- 34 Además, España y Chipre solicitaron ayuda financiera a la UE el 25 de junio de 2012. En el momento de escribir estas líneas, se desconocen los detalles sobre volúmenes, duración y condiciones, puesto que las negociaciones acaban de comenzar.
- 35 Véase Statement by the Heads of State or Government of the European Union, 21 July 2011.
- 36 Por ejemplo, en el marco del artículo 11 de COM (2011) 819 final, que se encuentra actualmente en discusión en el Consejo y Parlamento, se ha marcado en un 75% el nivel de reembolso necesario para abandonar la vigilancia postprograma para las ayudas concedidas por el FEEF, el MEEF o el 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 Las compras de bonos en el mercado secundario son también posibles bajo un programa de ajuste normal.
- 42 European Financial Stability Facility (2011c).
- 43 European Financial Stability Facility (2011d).
- 44 Hasta enero de 2012, el volumen acumulado del capital inyectado por las autoridades públicas en instituciones financieras sumaba 282 mil millones de euros en la UE y 192 mil millones de euros en la eurozona (fuente: Comisión Europea).
- 45 European Financial Stability Facility (2011e).
- 46 Véase Eurogroup statement on Spain, 9 June 2012.
- 47 Véase la sección siguiente.
- 48 European Financial Stability Facility (2011g).
- 49 European Financial Stability Facility (2011f).
- 50 Las sobregarantías implican una capacidad teórica de 780 mil millones de euros. Con el incremento en las sobregarantías, las reservas y el colchón de liquidez ya no son necesarias. European Financial Stability Facility (2011a).
- 51 COM(2011) 669 final. Véase también European Council conclusions 16 and 17 December 2010 and COM(2012) 299 final.
- 52 En el momento de escribir estas líneas, la situación de Grecia (y la eurozona) se encuentra en un *impasse* tras las elecciones legislativas de mayo. No fue posible llegar a un acuerdo para formar gobierno y nuevas elecciones han sido convocadas para el 17 de junio de 2012.
- 53 Se trata de una propuesta de la Comisión para un paquete europeo que financiará infraestructuras. Véase COM(2011) 676.
- 54 Véase COM(2011) 500 y COM(2011) 660.
- 55 También se enmendó el artículo 136 del TFUE a través de la Decisión del Consejo Europeo 2011/199/EU para permitir la existencia del mecanismo permanente.
- 56 En términos de capital.
- 57 Aunque el desembolso inicial de capital tiene que ser financiado por los Estados miembros.
- 58 Al contrario que el FEEF, los Estados miembros siempre tendrán que contribuir al capital del MEDE, incluso en el caso de que soliciten ayuda financiera.
- 59 Debido a la estructura del MEDE, la capacidad con calificación AAA se calcula como el capital desembolsado más el capital exigible a países con calificación AAA o AA. Como requisito adicional, el capital desembolsado debe mantenerse en un nivel de al menos el 10% del capital suscrito (requisito exigido por las agencias de calificación) y a un nivel de al menos el 15% de las operaciones de empréstito (requisito del propio tratado MEDE).
- 60 Véase, por ejemplo, el *Financial Times* de 6 de diciembre de 2011: “EU talks on boosting financial firewall” o el *Financial Times* del 19 de enero de 2012: “The IMF request \$500 bn for bail-out loans”.
- 61 Véase, por ejemplo, *Bloomberg news* de 29 de marzo de 2012: “EU nears one-year boost in rescue fund to \$1.3 trillion”.
- 62 Barroso (2012).
- 63 Por ejemplo, una gran parte de la capacidad del MEEF ha sido ya utilizada.
- 64 Véase, por ejemplo, la discusión sobre los refuerzos de crédito para el FEEF en la sección 4.2.
- 65 Por ejemplo, el Consejo Europeo de la eurozona decidió el 11 de marzo de 2011 que “el precio del FEEF deberá reducirse para tener en cuenta la sostenibilidad de la deuda de los países receptores”, y que los tipos de interés de los préstamos a Grecia “serán ajustados en 100 puntos básicos” y la madurez aumentada a 7,5 años. El 21 de julio de 2011 se extendió el vencimiento de los préstamos concedidos por el FEEF hasta un máximo de 30 años y se bajaron los tipos de interés del FEEF. Además, los vencimientos de la FCG se ampliaron considerablemente.
- El Eurogrupo del 21 de febrero de 2012 declaró: “Todos los Estados miembros han acordado una reducción adicional retroactiva de los tipos de interés de la FCG, de modo que el margen será de 150 puntos básicos”.
- 66 En particular, el aumento de las sobregarantías a un 65%. Para más detalles, véase la sección 5.

- 67 Desde noviembre de 2011, el FEEF ha implantado una *estrategia de financiación diversificada* con un colchón de liquidez y un programa de letras a corto plazo. Esto ha sido posible una vez que el FEEF ha emitido un número suficiente de bonos que permite a los inversores construir la correspondiente curva de tipos (*yield curve*).
- 68 La clave de capital del BCE se calcula como una combinación de población y PIB y se puede considerar como la proporción que representa un país dentro de la eurozona.
- 69 Para más detalles, véase el Tratado del MEDE.
- 70 European Central Banks (2012d), tabla 11.9.
- 71 Véase European Commission (2012e).
- 72 La crisis de deuda de México y de otros países de América Latina solo terminó cuando los bancos de Estados Unidos concedieron alguna forma de condonación de la deuda. Krugman y Obstfeld (2009), página 634.
- 73 MoU de 1 de marzo de 2012.
- 74 La subasta de CDS estableció que los tenedores de bonos habían recibido un 21,5% del valor previo de los bonos. <http://creditfixings.com/CreditEventAuctions/results.jsp?ticker=GREECE>
- 75 MoU, página 4.
- 76 Eurogroup statement of 21 February 2012.
- 77 Otro ejemplo de las cuestiones técnicas discutidas fue si se incluiría la Cláusula de Acción Colectiva (CAC) en las emisiones nacionales. Bajo una CAC, una supermayoría de tenedores de bonos puede tomar decisiones bajo ciertas circunstancias que se podrán aplicar a todos los tenedores, incluso a aquellos que no participaron en las decisiones o se opusieron a ellas. Esta cláusula se activó en el contexto del PSI de Grecia.
- 78 Por otra parte, no estaba muy claro si el PCS sería defendible en términos de derecho internacional.
- 79 Aunque la deuda del MEDE seguiría estando subordinada a la del FMI. Tratado del MEDE, exposición de motivos, párrafo 13.
- 80 Véase la sección 5.
- 81 El Tratado de Versalles (1919) decía en su artículo 231: “Alemania y sus aliados [son responsables] por causar todas las pérdidas y destrozos que han sufrido los Aliados como consecuencia de la guerra”.
- 82 Véase la declaración de Schuman (1950).
- 83 Véase Krugman (2012).
- 84 “No estamos agrupando Estados, estamos uniendo pueblos”, Jean Monnet, 1952.
- 85 [http://fr.wikipedia.org/wiki/Valdis\\_Dombrovskis](http://fr.wikipedia.org/wiki/Valdis_Dombrovskis).
- 86 Tratado sobre la UE, art. 3.1. Además, el art. 3.3 dice: “La Unión [...] obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, [...] tendente al pleno empleo y al progreso social [...]. La Unión fomentará la cohesión económica, social y territorial y la solidaridad entre los Estados miembros”.
- 87 N.B.: La segunda ronda de elecciones en Grecia se celebró después de escribir estas líneas.
- 88 Véase la sección 4.2.
- 89 Véase Krugman (2012).
- 90 Véase la sección 7.3.
- 91 Véase la sección 7.7.
- 92 Recientemente, el autor ha tenido que calcular cuál sería el impacto sobre las contribuciones al MEDE si Letonia y Lituania entraran a formar parte de la eurozona. Sorprende ver que, con la que está cayendo, una ampliación de la eurozona a Letonia y Lituania sea lo que les quite el sueño a algunos Estados miembros (Letonia y Lituania representarían conjuntamente apenas un 1% de una eurozona ampliada).
- 93 Véase el cuadro 4.

## BIBLIOGRAFÍA

### *Textos legales (en orden cronológico)*

Disponibles en <http://eur-lex.europa.eu/> excepto cuando se indica otro 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](http://www.efsf.europa.eu).

EF SF (2011): EFSF Articles of incorporations, 6 December, [www.efsf.europa.eu/attachments/efsf\\_articles\\_of\\_incorporation\\_en.pdf](http://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](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](http://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](http://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](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.

### **Conclusiones y declaraciones del Consejo de la Unión Europea**

Disponibles en [www.european-council.europa.eu/council-meetings/conclusions](http://www.european-council.europa.eu/council-meetings/conclusions) o en [www.consilium.europa.eu/press/press-releases/economic-and-financial-affairs?BID=93&lang=en](http://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.

### **Otra bibliografía (en orden alfabético)**

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](http://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](http://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](http://www.ecb.europa.eu)

-- (2012b): *Liquidity analysis*, [www.ecb.int/mopo/liq/html/index.en.html](http://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](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](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](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](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](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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://www.imf.org)
  - (2012h): *Global Financial Stability Report, April 2012*, [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm](http://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](http://www.wikipedia.org)