

## EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

### ARTÍCULOS

#### El mecanismo europeo de estabilidad

*La crisis financiera mundial ha puesto de manifiesto importantes deficiencias en el diseño y la aplicación del actual marco de gobernanza económica de la UE, y de la zona del euro en particular. Las reglas fiscales (establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) se han debilitado con el tiempo, y los procedimientos y las medidas puestos en marcha para coordinar las políticas económicas no se han aplicado. El Consejo Europeo de los días 24 y 25 de marzo de 2011 adoptó un amplio paquete de medidas para afrontar la actual crisis, así como para impedir que este tipo de crisis se materialicen en el futuro. Las características principales de este paquete se refieren al reforzamiento de los mecanismos preventivos y correctivos para hacer frente a los desequilibrios internos y externos, en especial los desequilibrios fiscales y los problemas de competitividad de los Estados miembros, antes de que puedan plantear riesgos sistémicos. Además, el paquete incluye el establecimiento de un mecanismo permanente de gestión de crisis como última salvaguardia frente a los desequilibrios de países concretos. Se prevé que el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) entre en vigor el 1 de julio de 2013, tras una modificación del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (el Tratado) y la firma de un Tratado relativo al MEDE por parte de los países de la zona del euro. Es este artículo se explican los argumentos fundamentales que justifican el establecimiento del MEDE y se analizan sus características más importantes<sup>1</sup>.*

*Desde la perspectiva del BCE, es fundamental que la existencia, el diseño y las actividades del MEDE no creen riesgo moral, sino que refuercen los incentivos para aplicar políticas fiscales y económicas prudentes en todos los países de la zona del euro. Por este motivo, resulta esencial que cualquier ayuda financiera esté sujeta a una condicionalidad de la política macroeconómica muy estricta y se otorgue en condiciones no concesionarias. La ayuda financiera no debe actuar como una transferencia fiscal, sino únicamente como un puente de liquidez que permita a los países de la zona de euro en dificultades «ganar tiempo» para adoptar las medidas necesarias con miras a restablecer la sostenibilidad fiscal y la competitividad a medio plazo. El MEDE se activaría si fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Por tanto, es fundamental que las medidas de prevención de crisis y de supervisión de políticas estén bien diseñadas y se apliquen en su totalidad con el fin de evitar la necesidad de recurrir al MEDE.*

### I POR QUÉ ES ÚTIL UN MECANISMO PERMANENTE DE GESTIÓN DE CRISIS

El marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) es singular<sup>2</sup>. La UEM es una unión monetaria sin una unión política plenamente desarrollada. Se caracteriza por una política monetaria única fijada a nivel supranacional (es decir, la zona del euro), un mercado común y políticas fiscales ampliamente descentralizadas, que permanecen dentro del ámbito de competencia de cada uno de los Estados miembros de la UE, pero que están sujetas a procedimientos de coordinación basados en determinadas normas, como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El buen funcionamiento de la UEM requiere que los Gobiernos nacionales garanticen la sostenibili-

dad de sus propias finanzas públicas, la competitividad de sus economías nacionales y la estabilidad de sus sistemas financieros. La falta de cumplimiento de una o más de estas condiciones durante un período de tiempo prolongado reduce los beneficios netos de la UEM y plantea el riesgo de contagio adversos entre países. El Tratado contiene dos disposiciones clave cuyo fin es evitar una acumulación de deuda excesiva a nivel nacional y proteger la independencia del BCE: la cláusula de «no corresponsabilidad financiera» (artículo 125)

- 1 En el momento de la publicación de este artículo, el Tratado por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (el Tratado relativo al MEDE) todavía se encuentra en proceso de terminación.
- 2 Para acceder a un análisis más detallado de los mecanismos institucionales, véanse el artículo titulado «Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2008, y el artículo titulado «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2003.

y la prohibición relativa a la financiación monetaria (artículo 123). Estas disposiciones prohíben las transferencias y la monetización de la deuda pública en caso de una crisis de deuda en un Estado miembro y seguirán siendo pilares básicos tras la reforma de la gobernanza económica de la UE.

Al mismo tiempo, la crisis financiera ha puesto de manifiesto importantes deficiencias y lagunas en el actual marco de gobernanza. Las reglas fiscales (establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) se han debilitado con el tiempo y los procedimientos y las medidas puestos en marcha para reforzar la coordinación de las políticas económicas no se han aplicado. Si no se subsanan estas deficiencias y lagunas, la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto podría estar en peligro. La UEM se caracteriza por un elevado grado de integración económica y financiera entre sus miembros, lo que en épocas normales resulta beneficioso para todos ellos. No obstante, en épocas de crisis, la alta integración financiera implica que una evolución insostenible en un país miembro puede propagarse fácilmente a otros que el mercado considera vulnerables.

El reforzamiento de la vigilancia fiscal, macroeconómica y macroprudencial es fundamental para protegerse frente a posibles contagios desestabilizadores entre países, derivados de una pérdida de confianza en la sostenibilidad de las políticas nacionales. El fracaso del marco de gobernanza económica de la UE a la hora de evitar y corregir políticas nacionales insostenibles que favorecieron la acumulación de desequilibrios importantes en los países de la zona del euro, ha puesto claramente en evidencia las deficiencias del marco de gobernanza general, como, en particular, la insuficiente aplicación de las recomendaciones en materia de política, las inadecuadas medidas coercitivas adoptadas para frenar o corregir las infracciones y el insuficiente reconocimiento, por parte de las autoridades nacionales, de la necesidad de garantizar la coherencia entre las políticas nacionales en una unión monetaria, especialmente en relación con la competitividad<sup>3</sup>.

En su reunión de los días 24 y 25 de marzo de 2011, el Consejo Europeo acordó una serie de me-

didias importantes para reforzar el marco de gobernanza económica de la UE. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento será reformado para mejorar la vigilancia de las políticas fiscales y para fomentar la pronta aplicación de medidas que obliguen a ejecutarlas. Se establecerá un nuevo marco de vigilancia macroeconómica, que incluirá un mecanismo de aplicación forzosa, con el fin de hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos internos y externos en una fase temprana. Además de estas propuestas legislativas a escala de la UE, los países de la zona del euro han confeccionado un «Pacto Euro Plus» independiente, con opción de inclusión de Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, con el fin de mejorar la competitividad, fomentar el empleo, aumentar la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera. Estas medidas complementan el fortalecimiento de la arquitectura supervisor para el sistema financiero que entró en vigor a principios de 2011 con el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (el nuevo órgano de la UE responsable de la supervisión macroprudencial) y de las tres nuevas Agencias Europeas de Supervisión: la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. Una vez que se encuentren plenamente operativas, estas medidas deberían reforzar el pilar económico de la UEM.

La observancia estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la vigilancia estrecha de los desequilibrios macroeconómicos y la coordinación eficaz de las políticas económicas deberían servir de salvaguardia frente a crisis de confianza del mismo tipo y magnitud que las que se han experimentado recientemente. Sin embargo, en la medida en que se pueden producir perturbaciones externas no previstas, el riesgo de crisis nunca puede eliminarse del todo, a pesar de que se refuerce la vigilancia fiscal y macroeconómica. Por ello, y con el fin de garantizar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto, se decidió crear también un marco que pudiera proporcionar apoyo financiero temporal a

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

los países de la zona del euro, con el fin de facilitar financiación puente durante el período necesario para aplicar un profundo programa de ajuste destinado a corregir los desequilibrios y recuperar el acceso a los mercados. Cualquier financiación concedida en el contexto del MEDE tiene que estar sujeta a una condicionalidad de la política económica muy fuerte.

El objetivo de este marco de gestión de crisis es proporcionar a los países de la zona del euro que atraviesan dificultades el tiempo necesario para aplicar medidas que ayuden a restablecer la sostenibilidad fiscal, la competitividad y la estabilidad financiera a medio plazo. La ayuda financiera solo se concederá si el país en cuestión implanta un programa de ajuste capaz de enderezar la situación. Dicho programa incluirá, por lo general, medidas de saneamiento presupuestario y reformas estructurales para abordar la rigidez de los mercados de trabajo y de productos, mejorando así el potencial de crecimiento de la economía. Aunque dichas medidas tendrán cierto impacto a corto plazo, su efecto pleno suele manifestarse a medio plazo. En este contexto, la ayuda financiera servirá como puente de liquidez hasta que el país en cuestión recupere el acceso a los mercados. Al mismo tiempo, la asistencia financiera debe otorgarse en condiciones no concesionarias (es decir, en condiciones suficientemente carentes de atractivo), con el fin de aumentar el incentivo para que el país vuelva a la financiación en los mercados lo antes posible. Asimismo, cualquier ayuda financiera debe ser desembolsada en tramos, condicionados a que el país cumpla los objetivos establecidos en el programa de ajuste, con el fin de mantener su interés por seguir cumpliendo con el programa.

Estas características del diseño del marco europeo de gestión de crisis son similares, intencionadamente, a las principales características del diseño de los programas de ajuste respaldados por el FMI. Obviamente, la naturaleza de las restricciones de balanza de pagos es diferente para los países de la zona del euro, que en este sentido se asemejan más a regiones dentro de un Estado más grande, que a países con su propia moneda. Por este motivo, entre otros, la UE no cuenta con una

facilidad de apoyo a la balanza de pagos para los países de la zona del euro, mientras que esta facilidad sí que existe para los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro<sup>4</sup>.

La creación del marco de gestión de crisis de la zona del euro se ha visto motivada por tres consideraciones principales.

Primera, incluso con un marco de gobernanza de la zona del euro reforzado, no puede descartarse que se produzcan perturbaciones externas y que se desarrollen crisis de confianza que podrían tener repercusiones en el acceso de los países de la zona a la financiación en los mercados. Por ejemplo, una perturbación exógena de una magnitud sin precedentes podría azotar de forma asimétrica a un país de la zona del euro, con serias repercusiones para sus perspectivas económicas internas. Dada la mayor propensión a contagios entre países en una unión monetaria, y teniendo en cuenta la ausencia de una autoridad fiscal central, dicha perturbación podría desestabilizar la zona del euro en su conjunto (a falta de un cortafuegos financiero). La posibilidad de que se produzca una espiral adversa (que se refuerce mutuamente) entre los sectores fiscal y financiero podría ser significativa y aumentar y propagar la perturbación.

Segunda, también existe la posibilidad de fallos de mercado en el sector financiero, incluyendo la dinámica tendencial autorrealizada en la valoración del riesgo soberano. Los fallos de mercado son costosos en una unión monetaria debido a la posibilidad de contagio. La experiencia de los mercados de deuda soberana de la zona del euro en los últimos años es reveladora en este sentido. Antes de que se produjeran las tensiones en los mercados financieros en otoño de 2008, los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro se encontraban muy próximos entre sí, a pesar de las considera-

4 El mecanismo de ayuda financiera a medio plazo (MTFA, en sus siglas en inglés) es un instrumento basado en el Tratado (artículo 143 del Tratado) que permite al Consejo de la UE autorizar a la Comisión Europea a endeudarse en mercados de capitales y a prestar financiación, con una estricta condicionalidad, a los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que experimenten dificultades financieras. Entre los actuales beneficiarios se encuentran Letonia y Rumanía.

bles diferencias en las situaciones fiscales y estructurales subyacentes de los distintos países. Esta infravaloración del riesgo soberano y, en última instancia, los fallos en la disciplina de mercado en un período de tranquilidad abrieron paso rápidamente a una revisión brusca y desordenada de la valoración del riesgo que, nuevamente, y por lo general, no consideró debidamente las diferentes situaciones fiscales y estructurales subyacentes. El hecho de que la disciplina de mercado se aplicara de una manera bastante repentina y polarizada también implicó que, en este entorno, una crisis de liquidez prolongada pudiera convertirse en un riesgo sistémico si no se solucionaba. Un marco de gestión de crisis abordaría estas situaciones y, por tanto, compensaría parcialmente el hecho de que los mercados sean dispositivos imperfectos para imponer disciplina en la política pública.

Tercera, la experiencia reciente también ha puesto de manifiesto la necesidad de credibilidad y de previsibilidad en las respuestas a las crisis. Un marco de gestión de crisis creíble debería ayudar a configurar las expectativas de los mercados, proporcionando «reglas del juego» claras, y, por tanto, influir en los incentivos para los acreedores privados y los deudores públicos. Estos incentivos dependen de forma esencial del diseño del mecanismo de gestión de crisis, y en particular de la medida en que refuerza el interés de los gobiernos por cumplir políticas fiscales y macroeconómicas nacionales sólidas y el interés de los inversores por valorar correctamente el riesgo a la hora de prestar al sector público. Si se diseña adecuadamente, debería actuar también como amortiguador adicional de los efectos no lineales descritos anteriormente, en los que los cambios repentinos del clima de los mercados pueden convertir las tensiones en verdaderas crisis.

En este contexto, los Gobiernos de la zona del euro han decidido establecer un mecanismo permanente de gestión de crisis, el MEDE, como salvaguardia última frente a los desequilibrios de países concretos.

Para que el marco de financiación oficial sea eficaz tiene que estar diseñado de forma que minimi-

ce el riesgo moral y refuerce los incentivos para emprender ajustes fiscales y macroeconómicos y para buscar financiación en los mercados lo antes posible. Este resultado puede conseguirse mediante una estricta condicionalidad y disposiciones justas, pero no concesionarias, sobre el precio de los préstamos. En la sección siguiente se describen en líneas generales las características más destacadas del MEDE y se comparan con los mecanismos temporales de gestión de crisis existentes en la actualidad.

## 2 CARACTERÍSTICAS DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

### BASES DEL MECANISMO

En su reunión de los días 28 y 29 de octubre de 2010, el Consejo Europeo acordó establecer un mecanismo permanente de gestión de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto, que sustituyera a las soluciones temporales como la facilidad de préstamos a Grecia, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) a partir del 1 de julio de 2013. La FEEF se mantendrá más allá de junio de 2013, hasta que todos los créditos pendientes hayan sido reembolsados. Cualquier tramo de las facilidades de préstamo existentes que no esté desembolsado o financiado en el momento de entrada en vigor del MEDE en julio de 2013 se pagará con arreglo al nuevo mecanismo. Con el fin de limitar el posible pasivo de los países de la zona del euro durante este período de transición, los préstamos consolidados totales de la FEEF y del MEDE no pueden exceder de 500 mm de euros.

En la reunión del Consejo Europeo de los días 16 y 17 de diciembre de 2010 se alcanzó el consenso político sobre el MEDE, cuando se convino en añadir un nuevo apartado al artículo 136 del Tratado mediante el procedimiento de revisión simplificado. Tras los dictámenes de la Comisión Europea, del BCE y del Parlamento Europeo, el Consejo Europeo aprobó la redacción siguiente: «Los Estados miembros cuya moneda es el euro

Mecanismos de ayuda financiera para países de la zona del euro				
	Préstamos intergubernamentales de la zona del euro a Grecia	Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera	Facilidad Europea de Estabilización Financiera	Mecanismo Europeo de Estabilidad
<b>Forma jurídica/institucional</b>	Acuerdo intergubernamental	Mecanismo de la UE	Sociedad anónima participada por los países de la zona del euro	Organismo intergubernamental
<b>Estructura de capital</b>	Ninguna, préstamos bilaterales reunidos por la Comisión Europea	Garantizada por el presupuesto de la UE (es decir, todos los Estados miembros de la UE)	Garantías y sobregarantías de países de la zona del euro	Capital desembolsado: 80 mm de € Capital exigible: 620 mm de € (los países de la zona del euro deben desembolsar las acciones iniciales en cinco plazos anuales del 20% del importe total)
<b>Capacidad crediticia</b>				
Límite de la UE/zona euro	80 mm de €	60 mm de €	440 mm de € <sup>1)</sup>	500 mm de €
Compromisos	80 mm de €	22,5 mm de € para Irlanda	17,7 mm de € para Irlanda (más 4,8 mm de € en préstamos bilaterales)	N/A
		26 mm de € para Portugal	26 mm de € para Portugal	N/A
<b>Instrumentos</b>	Préstamos	Préstamos, líneas de crédito	Préstamos, adquisiciones de deuda en el mercado primario <sup>1)</sup>	Préstamos, adquisiciones de deuda en el mercado primario
<b>Duración</b>	Devolución de los préstamos siete años y medio después de la fecha de desembolso, en 22 pagos trimestrales iguales	Hasta finales de junio de 2013	Hasta finales de junio de 2013. También se mantendrá operativo después de esa fecha hasta que se hayan reembolsado todos los pasivos pendientes	Mecanismo permanente a partir de principios de julio de 2013
<b>Participación del BCE</b>	En el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos	En el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos	En el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos	En la realización del análisis de sostenibilidad de la deuda, en el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos
<b>Órganos rectores principales</b>	Eurogrupo	Consejo ECOFIN, decidiendo por mayoría cualificada a propuesta de la Comisión Europea	Eurogrupo/Consejo de Administración de la FEEF	Eurogrupo/Consejo de Gobernadores del MEDE y Consejo de Administración del MEDE
<b>Base jurídica Financiación</b>	Decisión intergubernamental y artículo 136 del Tratado	Artículo 122 del Tratado (un Estado miembro que se enfrenta a «acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar»)	Decisión intergubernamental	Tratado intergubernamental vinculado al artículo 136 modificado del Tratado
<b>Condicionidad</b>	Artículos 126 y 136 del Tratado	Decisión del Consejo de la UE sobre la base de Reglamento del MEEF	Acuerdo Marco de la FEEF contrastando con Convenio de Cooperación (MoU) y Decisión del Consejo de la UE	Decisión del Consejo de la UE sobre la base de reglamento con arreglo al artículo 136 del Tratado (de próxima publicación)

1) Una vez que se adopte el Acuerdo Marco modificado de la FEEF.

podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas»<sup>5</sup>.

La redacción de este nuevo apartado refleja algunas condiciones previas importantes para el esta-

5 Véase la Decisión del Consejo Europeo 2011/199/UE de 25 de marzo de 2011 que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con el mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro.

blecimiento de un mecanismo permanente de estabilidad<sup>6</sup>. En concreto, tanto la condición de que el MEDE solo podrá activarse «cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto», como las condiciones estrictas a las que se supedita la ayuda son necesarias para limitar el riesgo moral implícito en un mecanismo de gestión de crisis y para garantizar que la existencia del MEDE no reduzca los incentivos para la aplicación de políticas fiscales y macroeconómicas sólidas en los países de la zona del euro. Está previsto que la modificación propuesta al artículo 136 del Tratado entre en vigor el 1 de enero de 2013<sup>7</sup>, permitiendo que el MEDE inicie sus operaciones en julio de 2013.

#### LA GOBERNANZA DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

El MEDE será un organismo intergubernamental establecido con arreglo al Derecho internacional público en virtud de un tratado firmado por los países de la zona del euro. En cambio, la FEEF es una sociedad anónima constituida con arreglo a las leyes de Luxemburgo.

Las decisiones más importantes en relación con el MEDE serán adoptadas por su Consejo de Gobernadores, que estará formado por los ministros de Economía y Finanzas de los países de la zona del euro, es decir, los miembros del Eurogrupo. El Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Monetarios y el Presidente del BCE serán observadores. Las decisiones relativas a cuatro cuestiones básicas, entre otras, se adoptarán de mutuo acuerdo: la concesión de ayuda financiera, las condiciones de la ayuda financiera, la capacidad crediticia del MEDE y los cambios en la gama de instrumentos. «Mutuo acuerdo» se define como una decisión adoptada por unanimidad por aquellos países que participan en la votación, lo cual significa que las abstenciones no impiden que se adopte la decisión. Este sistema favorecerá la eficacia del proceso de toma de decisiones del MEDE. El resto de decisiones del Consejo de Gobernadores se tomarán por mayoría cualificada, que se fija en el 80 % de los votos ponderados. La ponderación de los votos será proporcional a la

parte del capital del MEDE suscrita por cada uno de los países.

El segundo órgano rector, el Consejo de Administración, desempeñará cometidos específicos por delegación del Consejo de Gobernadores. Cada país de la zona del euro nombrará a un administrador y a un administrador suplente, con la Comisión Europea y el BCE en calidad de observadores. El Consejo de Administración estará presidido por un Director Ejecutivo responsable de la gestión diaria del MEDE. El MEDE estará radicado en Luxemburgo, al igual que la FEEF, lo que ayudará a garantizar una transición fluida de la FEEF al MEDE.

El ejemplo del programa para Irlanda en el marco de la FEEF ha mostrado que Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro pueden desear participar en el suministro de ayuda financiera a países de la zona de forma ad hoc. Esta posibilidad se mantendrá en el contexto del MEDE. En estos casos, los Estados miembros en cuestión no pertenecientes a la zona del euro estarán representados en las reuniones pertinentes de los consejos del MEDE, tendrán acceso a toda la información relevante y serán consultados adecuadamente.

El MEDE cooperará muy estrechamente con el FMI en la prestación de ayuda financiera. En todas las circunstancias se recabará la participación activa del FMI, tanto a nivel técnico como financiero. Como se explica con más detalle a continuación, se espera que el FMI desempeñe un papel importante en todas las fases de los procesos de activación y seguimiento, de acuerdo con sus propios procedimientos de decisión y su mandato.

El BCE participará en parte de las operaciones del MEDE. En primer lugar, colaborará con la Comisión Europea y el FMI para evaluar si existe riesgo para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y llevará a cabo un riguroso análisis

6 Véase el documento *Reinforcing economic governance in the euro area*, BCE, 10 de junio de 2010.

7 La modificación del artículo 136 no puede entrar en vigor hasta que se hayan recibido las notificaciones de ratificación de todos los Estados miembros de la UE. Si esto no sucede antes del 1 de enero de 2013, entrará en vigor el primer día del mes siguiente a la recepción de la última notificación.

sis de sostenibilidad de la deuda. En segundo lugar, los expertos del BCE aportarán sus conocimientos técnicos, cuando proceda, a la negociación de un programa de ajuste macroeconómico y a las actividades de seguimiento del MEDE.

### INSTRUMENTOS DE AYUDA FINANCIERA

El MEDE ha sido creado para facilitar ayuda financiera, bajo unas condiciones estrictas, a los países de la zona del euro que sufran graves problemas de financiación. Como en el caso de la FEEF, esta asistencia se proporcionará principalmente en forma de préstamos, conocidos como apoyo a la estabilidad del MEDE (ESS, en sus siglas en inglés). El ESS estará supeditado a que se acuerde y cumpla un riguroso programa de ajuste macroeconómico. El vencimiento de los préstamos del ESS dependerá de la naturaleza de los desequilibrios y de las perspectivas que tenga el país beneficiario de recuperar el acceso a los mercados financieros. El tipo de interés de los préstamos, que puede ser fijo o variable, será la suma del coste de financiación para el MEDE y un recargo de 200 puntos básicos. Se añadirá un recargo adicional de 100 puntos básicos para los importes que sigan pendientes de reembolso después de tres años. El Consejo de Gobernadores del MEDE revisará la política de fijación de precios con regularidad.

En caso de que el Consejo de Gobernadores decidiera cambiar la estructura y la política de precios del MEDE, será importante que se fijen adecuadamente los incentivos, en la tónica que se indica a continuación.

Esta estructura de precios está en consonancia con los principios que rigen la fijación de precios de la financiación del FMI y refleja un principio importante para la concesión de ayuda financiera oficial. Los tipos de interés deberían ser tales que la ayuda financiera no resultara atractiva y deberían minimizar el riesgo moral, lo que implica un nivel mínimo superior al tipo medio histórico aplicado por los mercados en «condiciones normales». Este nivel mínimo también es necesario para compensar adecuadamente el riesgo asumido por los miembros del MEDE.

Con carácter excepcional, el MEDE podrá adquirir los bonos de un país beneficiario de la zona del euro en el mercado primario. En estos casos, el MEDE podría, por ejemplo, actuar como una facilidad de respaldo, absorbiendo parte de las ofertas públicas no suscritas por los inversores privados. Esta estrategia podría ayudar al país en cuestión a recuperar el acceso a la financiación en los mercados, mejorando así la relación coste-eficiencia del apoyo. Las condiciones y las modalidades para llevar a cabo las compras de bonos se especificarán en las condiciones de la ayuda financiera para el país beneficiario, pero estarán sujetas, en cualquier caso, a la misma condicionalidad macroeconómica que se aplica en el marco del ESS.

Es importante que el MEDE disponga de una gama adecuada de instrumentos para mantener la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, el hecho de que el MEDE también pueda recurrir a la adquisición de bonos en el mercado primario dentro de la estrategia general de su programa para respaldar el ajuste macroeconómico es posible que sea solo una solución parcial. Dado que la evolución del mercado primario de deuda pública depende de forma fundamental de la evolución del mercado secundario (a través de los canales de liquidez y de precios), el MEDE debería, a más largo plazo, tener también la capacidad para intervenir en los mercados secundarios de deuda pública, con el fin de combatir eficazmente el contagio en situaciones de inestabilidad aguda en los mercados. El Consejo de Gobernadores del MEDE estará facultado para decidir, de mutuo acuerdo, ampliar la gama de instrumentos de que dispone. En cambio, para ampliar los instrumentos disponibles para la FEEF es necesario modificar su Acuerdo Marco.

### APLICACIÓN DEL MECANISMO

La ayuda financiera del MEDE se activará únicamente cuando los Presidentes del Eurogrupo y del ECOFIN, y el Director Gerente del FMI, reciban una petición de un país de la zona del euro. Tras esta petición, la Comisión Europea, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, evaluará si existe un riesgo para la estabilidad financiera de la

zona del euro en su conjunto y llevará a cabo un riguroso análisis de la sostenibilidad de la deuda pública del país solicitante. Si, sobre la base del análisis de sostenibilidad, se concluye que un programa de ajuste macroeconómico podría reconducir de forma realista la deuda pública a una senda sostenible, la Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, evaluará entonces las necesidades efectivas de financiación del país en cuestión. En función de esta evaluación, el Consejo de Gobernadores del MEDE encomendará a la Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, que negocie un programa de ajuste macroeconómico, que se detallará en un Convenio de Cooperación (Memorandum of Understanding, MoU, en sus siglas en inglés). El MoU estará totalmente en consonancia con el marco general de la UE para la coordinación de las políticas económicas. La Comisión propondrá al Consejo de la UE una decisión para refrendar el programa de ajuste macroeconómico, mientras que la decisión relativa a la concesión y a las condiciones de la ayuda financiera será adoptada por el Consejo de Gobernadores del MEDE.

La Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, realizará un seguimiento del cumplimiento del programa de ajuste macroeconómico e informará al Consejo ECOFIN y al Consejo de Administración del MEDE. En función del informe que presente, el Consejo de Administración decidirá de mutuo acuerdo el desembolso de nuevos tramos del préstamo. Tras la finalización del programa de ajuste macroeconómico, el Consejo de la UE puede decidir, a propuesta de la Comisión, llevar a cabo una labor de supervisión posterior al programa, que podrá mantenerse hasta que se haya reintegrado una cantidad determinada de la ayuda financiera.

En cuanto a la supervisión, el MEDE estará controlado directamente por los países de la zona del euro a través de su Consejo de Gobernadores. El Parlamento Europeo también será informado regularmente sobre el establecimiento y las operaciones del MEDE. Asimismo, las cuentas de este organismo serán sometidas a auditorías internas y externas. El MEDE publicará un informe anual

que contendrá sus cuentas auditadas y distribuirá entre los países de la zona del euro un resumen trimestral de su posición financiera y su cuenta de pérdidas y ganancias, en la que se reflejen los resultados de sus operaciones.

Las normas y procedimientos que regirán las actividades de evaluación y de crédito del MEDE reflejan las prácticas aplicadas por el FMI desde hace mucho tiempo. Por tanto, los desembolsos de ayuda financiera estarán estrictamente condicionados a la aplicación del programa de ajuste macroeconómico. Si un país de la zona del euro no cumple con el programa, el Consejo de Administración del MEDE puede decidir posponer o suspender el desembolso de los tramos. En este caso, el país también perdería el papel catalizador que desempeñarían la existencia y la aplicación adecuada de un programa de ajuste para convencer al sector privado de mantener su exposición. Por tanto, va en beneficio del país beneficiario cumplir con el programa.

La perspectiva de que la disponibilidad de la ayuda financiera oficial dependa de determinadas condiciones puede, sin duda, modificar los incentivos relativos a la gestión de las políticas económicas nacionales y, por tanto, abrir paso al riesgo moral. Ya se ha indicado que el diseño institucional del MEDE y la estructura de precios de sus préstamos son fundamentales para contener este riesgo moral. Lo mismo ocurre con los acuerdos prácticos para el desembolso de la ayuda financiera oficial. Por tanto, las autoridades de la UE y el FMI deben contar con procedimientos analíticos y de política rigurosos para evaluar la necesidad de ayuda financiera y hacer un seguimiento del cumplimiento de las condiciones, mientras que el país beneficiario debe comprometerse firmemente a aplicar el ajuste macroeconómico. Al final, será fundamental que todas las partes involucradas garanticen la correcta aplicación del programa en el país en cuestión.

#### **PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO**

Cuando el MEDE conceda ayuda financiera a un país de la zona del euro, se considerará en cada

caso una participación adecuada y proporcionada del sector privado en el cierre de la brecha de financiación. Esto cubrirá diversos objetivos. Entre otros propósitos, debería ayudar a garantizar una valoración adecuada del riesgo en los mercados de deuda pública y un reparto de cargas justo y proporcionado entre los contribuyentes y los acreedores privados en el suministro de ayuda fi-

nanciera. La naturaleza y el alcance de dicha participación se determinarán caso por caso, en consonancia con las prácticas del FMI (véase recuadro 1). Al mismo tiempo, la participación del sector privado debería concebirse de forma que incentive al máximo a los países en situación de tensión a cumplir sus obligaciones más que a considerar el impago.

#### Recuadro 1

#### ENFOQUE DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL EN RELACIÓN CON LOS ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA, LA PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO Y SU CONDICIÓN DE ACREEDOR PREFERENTE

Habida cuenta de su mandato, el FMI tiene que ser capaz de facilitar financiación a los países miembros que necesiten financiar su balanza de pagos en épocas en las que los mercados de deuda internacionales sean reacios a realizar préstamos o solo están dispuestos a hacerlo a tipos de interés punitivos. En este sentido, se aplican tres principios básicos para proteger la posición financiera del Fondo y para garantizar la devolución del apoyo financiero prestado.

El primer principio básico que subyace a los préstamos del FMI es que el Fondo puede proporcionar financiación únicamente cuando la deuda de un país miembro sea sostenible, teniendo en cuenta el programa de ajuste de las autoridades nacionales. Por tanto, se realiza un análisis de sostenibilidad de la deuda para determinar la capacidad del citado país miembro para atender el pago de su deuda sin ajustes excesivamente significativos en sus políticas. Desde 2002, el FMI ha tenido operativo un marco formal de análisis de sostenibilidad de la deuda. Este marco se compone de análisis complementarios de la sostenibilidad de la deuda pública total y la deuda externa total del país. Dado que la sostenibilidad de la deuda no puede interpretarse de forma mecánica, los resultados se evalúan atendiendo a las circunstancias específicas del país en cuestión, incluidas las características concretas de su deuda, la trayectoria de sus políticas en esta materia y el escenario donde se desarrollan<sup>1</sup>.

El segundo principio básico es que el programa de ajuste tiene que estar totalmente financiado (ya que la financiación del FMI suele ser únicamente una fracción de la financiación total del programa). La brecha de financiación de un país se cierra mediante una combinación de i) ajustes internos, ii) apoyo oficial externo del Fondo y posiblemente de otros acreedores oficiales, y iii) participación del sector privado. La combinación de estos elementos se determina individualmente en cada caso y dependerá de la valoración acerca del tamaño de la brecha de financiación del país, su capacidad de ajuste económico y sus perspectivas de acceso a los mercados y de sostenibilidad de la deuda.

En la mayoría de los casos, la combinación de ajustes en las políticas y de financiación procedente de los sectores público y privado es suficiente para mantener la sostenibilidad de la deuda soberana. Se considera que la existencia de un programa de ajuste creíble respaldado por el Fondo desempeña un papel catalizador en este sentido, ayudando a convencer a los acreedores privados para que faciliten la financiación necesaria. Por tanto, la participación del sector privado suele materializarse en el mantenimiento de la exposición o en la provisión de financiación adicional en condiciones

<sup>1</sup> Staff Guidance Note on Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries, FMI, Washington D.C., julio de 2008.

acordes con la sostenibilidad a medio plazo (ya sea voluntariamente o como consecuencia de la presión moral oficial).

En casos excepcionales, el FMI puede llegar a la conclusión de que la sostenibilidad de la deuda no puede conseguirse mediante ajustes en las políticas. En ese caso, tiene prohibido facilitar financiación adicional sin garantías de que el país esté negociando un plan integral de reestructuración de la deuda con sus acreedores privados. Sin embargo, la decisión de si un país deudor realiza una reestructuración de su deuda recae únicamente en el propio país, no en el FMI ni en ningún otro acreedor. En estos casos extraordinarios, la participación del sector privado se materializa en una reestructuración de la deuda, que reduce las obligaciones de pago del país mediante la prolongación del período de amortización, una reducción de los intereses o una reducción del principal pendiente de amortizar. El FMI apoya el uso de cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda soberana internacional, pues reconoce que pueden contribuir a facilitar la reestructuración ordenada de la citada deuda.

El tercer principio básico se refiere a la condición de acreedor preferente de facto que ostenta el FMI, que alude a la voluntad de los países deudores miembros del Fondo de dar prioridad al reembolso de sus obligaciones de pago con el Fondo por encima de otros acreedores y al acuerdo o consentimiento de otros acreedores con esta situación. No existe una base jurídica explícita que avale esta condición. Sin embargo, el concepto se aplica en el Club de París, donde acreedores bilaterales oficiales han querido excluir al Fondo del proceso de reestructuración. La condición de acreedor preferente es fundamental para la función de financiación del FMI. Al reducir el riesgo de sus actividades crediticias, potencia su capacidad para prestar ayuda financiera a los países miembros deudores en aquellos casos en los que los acreedores privados pueden no querer hacerlo, protegiendo al mismo tiempo los activos de reserva que sus países miembros acreedores han depositado bajo la custodia del Fondo. Los países deudores miembros del FMI han respetado tradicionalmente la condición de acreedor preferente del Fondo, en parte porque cumplir puntualmente con los reembolsos adeudados al FMI es fundamental para desbloquear financiación adicional o conseguir el alivio de la deuda de otros acreedores, como el Club de París. Los acreedores (oficiales y privados) han considerado a menudo que la existencia de un programa de ajuste respaldado por el Fondo es esencial para garantizar que el país en cuestión tendrá la capacidad para amortizar la deuda (reestructurada) a medio plazo.

Cuando el análisis de sostenibilidad de la deuda indique que puede recuperarse la sostenibilidad mediante un programa de ajuste macroeconómico realista, que es lo que cabe esperar normalmente, el país beneficiario tendrá que adoptar iniciativas para animar a los principales inversores privados a mantener sus exposiciones voluntariamente.

Cuando se concluya que un programa de ajuste macroeconómico no puede, de forma realista, reconducir la deuda pública a una senda sostenible, el país beneficiario tendrá que emprender negociaciones activas y de buena fe con sus acreedores no oficiales, con el fin de asegurar su participación directa en el restablecimiento de la sostenibi-

lidad de la deuda. En este caso, la concesión de ayuda financiera estará condicionada a que el país disponga de un plan creíble para restablecer la citada sostenibilidad y demuestre un compromiso suficiente para garantizar la participación adecuada y proporcionada del sector privado. Si es posible conseguir la sostenibilidad de la deuda con estas medidas, el MEDE podrá facilitar liquidez.

Con el fin de facilitar este proceso, a partir de julio de 2013, las condiciones de todos los nuevos valores de deuda pública de la zona del euro con un vencimiento superior a un año incluirán cláusulas de acción colectiva (CAC) normalizadas e idénticas, con el fin de preservar la liquidez de los mer-

cados. Estas CAC serán acordes con las utilizadas habituales en virtud del derecho anglosajón y de las leyes del estado de Nueva York tras el informe del G 10 sobre cláusulas de acción colectiva e incluirán cláusulas de agregación que permitirán que todos los valores distintos de acciones emitidos por un país de la zona del euro se consideren juntos en las negociaciones. Ello permitiría a los acreedores adoptar una decisión por mayoría cualificada acordando un cambio legalmente vinculante en las condiciones de pago (moratoria, extensión del vencimiento, reducción del tipo de interés o recorte) en caso de que el deudor no pudiera hacer frente a los pagos (véase recuadro 2).

## Recuadro 2

**CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA PARA LA NUEVA DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO**

El 28 de noviembre de 2010, el Eurogrupo decidió la inclusión de cláusulas de acción colectiva (CAC) en las emisiones internacionales y nacionales de valores de deuda pública de la zona del euro (con un vencimiento superior a un año) a partir de julio de 2013. Esta decisión fue refrendada en las Conclusiones de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro de 11 de marzo de 2011 y en las Conclusiones del Consejo Europeo de 24-25 de marzo de 2011. Las CAC son disposiciones contractuales que se insertan en las condiciones de la deuda. Se han utilizado en la deuda soberana regulada por el derecho anglosajón durante muchos años y, tras la publicación en 2002 del Informe del Grupo de Trabajo del G 10 sobre cláusulas contractuales, también han sido desarrolladas por el sector privado para su utilización en relación con la deuda soberana regulada por las leyes del estado de Nueva York.

Las CAC están diseñadas para garantizar una reestructuración ordenada de la deuda soberana. Constituyen un medio eficaz para que la mayoría cualificada de los tenedores de bonos (66,66% o 75%) y el deudor reestructuren la deuda viva (por ejemplo, modifiquen las condiciones de pago básicas o conviertan o canjeen la deuda). Dicha reestructuración generalmente se aplica a una serie de bonos única, pero también puede aplicarse a series de bonos múltiples mediante «cláusulas de agregación» (que utilizan emisores soberanos como Uruguay y Argentina). Las CAC implican que cualquier modificación en la reestructuración aceptada por la mayoría especificada de los tenedores es concluyente y vinculante para todos los titulares de los valores de una serie concreta (independientemente de que hayan otorgado su consentimiento), lo cual facilita el éxito de la reestructuración de la deuda al vencer el problema de los acreedores «que se resisten»<sup>1</sup>. Con el fin de evitar litigios perjudiciales por parte de los tenedores minoritarios que se resisten a la reestructuración, las CAC pueden concentrar la facultad de entablar un litigio en una única entidad (por ejemplo, una sociedad gestora o *trustee*), haciendo, al mismo tiempo, que el poder para declarar la exigibilidad inmediata de los bonos y reembolso del principal junto con los intereses devengados en caso de impago dependa del voto colectivo de los acreedores, y contemplando la posibilidad de revocar dicha declaración por mayoría de los acreedores. El objetivo de las CAC es también fomentar el pronto diálogo y la coordinación entre el deudor soberano y sus acreedores, mediante la designación de un representante negociador permanente y la imposición al emisor de determinadas obligaciones de información adicionales.

1 Se produce una situación «de resistencia» cuando algunos acreedores se resisten a aceptar una oferta de canje realizada por el emisor en un intento por reestructurar la deuda viva e intentan retener el derecho a exigir el reembolso de sus bonos a la par (valor nominal total). Hay argumentos que sostienen que los acreedores que se resisten generan una amenaza de litigio para el deudor soberano y pueden reducir significativamente la capacidad de este último para atender el pago de los nuevos bonos que ha emitido para los acreedores que participan en el canje.

Está previsto que las características principales de las CAC que se apliquen a los valores de deuda pública de la zona del euro sean acordes con las que se utilizan habitualmente con arreglo a las leyes del estado de Nueva York y el derecho anglosajón desde la publicación del informe del G 10 de 2002. Las CAC se introducirán de forma estandarizada, lo cual garantizará que su repercusión jurídica sea similar en todas las jurisdicciones de la zona del euro, manteniendo así la igualdad de condiciones entre todos los países de la zona.

Las fórmulas jurídicas detalladas para incluir CAC en los contratos de valores de deuda pública de la zona del euro se decidirán en función de los trabajos que está llevando a cabo el Subcomité de Mercados de Deuda Soberana de la UE, dependiente del Comité Económico y Financiero de la UE, tras proceder a las correspondientes consultas con los participantes en el mercado y otras partes interesadas, y estarán ultimadas antes de finales de 2011.

No obstante estas consideraciones, resulta importante señalar que recurrir a la reestructuración de la deuda como forma de participación del sector privado sería un proceso muy costoso, no sólo para el país en cuestión, sino también para otros países de la zona del euro. La reestructuración de la deuda soberana podría perjudicar significativamente al sector financiero del país afectado y acarrearía el riesgo de contagio para las entidades de crédito expuestas en otros países de la zona del euro. Dado que resultaría necesaria una recapitalización de las entidades expuestas para compensar las pérdidas de su cartera de deuda pública del país que ha procedido a la reestructuración, podría aumentar la presión sobre la situación de las finanzas públicas de los países de la zona del euro en cuestión. Es probable que cualquier reestructuración de la deuda también implique efectos de segunda vuelta de gran alcance, materializados, en parte, en el aumento de las carteras de créditos morosos concedidos a gobiernos y a sociedades no financieras que obren en poder de las entidades. También es posible un contagio indirecto a otros países de la zona por los efectos confianza.

En consonancia con las prácticas del FMI, el MEDE gozará de la condición de acreedor preferente a partir de julio de 2013 (véase recuadro 1), aunque se reconoce que los derechos de cobro del FMI tendrán carácter prioritario frente a los del MEDE. Sin embargo, si, tras un programa europeo de ayuda financiera vigente en la fecha de la firma del Tratado, el MEDE facilitara asistencia financiera, los préstamos de este organismo disfrutarían del mismo

grado de preferencia que los demás préstamos y obligaciones del país beneficiario, con la excepción de los préstamos del FMI.

#### FINANCIACIÓN DEL MEDE

El capital suscrito total del MEDE ascenderá a 700 mm de euros, de los cuales 80 mm de euros serán capital desembolsado y 620 mm de euros serán capital exigible. Esta estructura de capital se ha adoptado para garantizar la mayor calificación crediticia posible para el MEDE, garantizando al mismo tiempo una capacidad crediticia de 500 mm de euros, equivalente a la capacidad de préstamo combinada del MEEF y de la FEEF.

A partir de julio de 2013, el capital desembolsado se aportará en cinco plazo anuales iguales. El MEDE también se financiará mediante la emisión de valores distintos de acciones. Los países de la zona del euro se han comprometido a garantizar una ratio mínima del 15 % entre el capital desembolsado y las emisiones de valores vivos del MEDE durante el período de desembolso del capital.

El diseño de la estructura de capital del MEDE debería favorecer su solidez y establecer los incentivos adecuados para los países de la zona del euro. En primer lugar, el capital desembolsado hace que el MEDE sea menos vulnerable al «riesgo de migración» (el riesgo derivado de posibles rebajas de las calificaciones crediticias de determinados países de la zona del euro) que la FEEF, lo que significa que las calificaciones del crédito soberano des-

empeñarán un papel menos importante en la calificación global del MEDE. En segundo lugar, el uso de capital exigible además de garantías permite una mayor flexibilidad. Por ejemplo, el Consejo de Administración puede decidir por mayoría simple exigir capital si el capital desembolsado se reduce por la absorción de pérdidas. Las consecuencias presupuestarias inmediatas de una decisión de exigir capital adicional incentivan fuertemente a los países contribuyentes de la zona del euro a aprobar el suministro de ayuda financiera únicamente si i) consideran que dicha ayuda es indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona

del euro en su conjunto y ii) están convencidos de que los préstamos se van a reembolsar.

También debe señalarse que la estructura de capital permite que la deuda del MEDE se clasifique como deuda pública de una «institución europea» y no de países concretos de la zona del euro (véase recuadro 3 para más detalles). Sin embargo, dado que los países de la zona del euro están asumiendo compromisos para prestar financiación adicional a través del MEDE en circunstancias específicas, deben vigilarse atentamente los pasivos contingentes derivados de estos compromisos.

### Recuadro 3

#### EL TRATAMIENTO ESTADÍSTICO DE LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA Y EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

Tras la decisión adoptada por el Consejo Europeo en su reunión de los días 16 y 17 de diciembre de 2010 de establecer un mecanismo permanente de estabilidad, se encomendó a la Comisión Europea (Eurostat) que evaluara el tratamiento estadístico del MEDE. Eurostat consultó con el Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (CMFB, en sus siglas en inglés), que está formado por altos expertos en estadística de todos los institutos nacionales de estadística de la UE, de los bancos centrales nacionales, de Eurostat y del BCE. Basándose en el dictamen del CMFB, Eurostat decidió que las características del MEDE justifican un tratamiento distinto del otorgado a la FEEF, a la que el MEDE sustituirá a mediados de 2013<sup>1</sup>.

#### Características y tratamiento estadístico de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera

La FEEF se creó para prestar dinero a los países de la zona del euro que atravesaran por dificultades financieras. Su endeudamiento está garantizado por el resto de los países de la zona. Se estableció como sociedad anónima con arreglo a las leyes de Luxemburgo con un capital muy limitado en relación con su capacidad de endeudamiento y de préstamo. Sus actividades principales son determinadas por el Eurogrupo.

Dado que la FEEF actúa en nombre de los países de la zona del euro garantes cuando otorgan préstamos a un país necesitado, dicha operación de préstamo se canaliza a través de las cuentas públicas de los países garantes, lo cual significa que, a efectos de las estadísticas macroeconómicas, el dinero que un país beneficiario recibe prestado de la FEEF no se registra como un préstamo directo de la FEEF a dicho país, sino como un préstamo de la FEEF a los países garantes. Estos países garantes, a su vez, prestan los fondos al país necesitado. Este sistema de registro implica no solo que aumenta la deuda pública bruta del país necesitado, sino también que se incrementa la deuda pública bruta de los países garantes, en proporción a su participación respectiva en las garantías otorgadas a la FEEF.

<sup>1</sup> Los dictámenes del CMFB y las decisiones de Eurostat sobre la FEEF y el MEDE pueden consultarse en la dirección del CMFB en Internet ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)).

En esencia, las operaciones de apoyo de la FEEF reciben un tratamiento similar a los préstamos bilaterales coordinados concedidos a Grecia por los demás países de la zona del euro.

### Características y tratamiento estadístico del Mecanismo Europeo de Estabilidad

El MEDE tiene previstas algunas características que lo diferenciarán bastante de la FEEF. El MEDE no será una sociedad anónima, sino una organización internacional permanente, establecida con arreglo a un tratado firmado por los países de la zona del euro. Su estructura de gobierno también será similar a la de otras organizaciones internacionales. Además, el MEDE tendrá un capital desembolsado considerable, de 80 mm de euros, lo que implica una capacidad para asumir sus propios riesgos.

Teniendo en cuenta estas características previstas, y tras el dictamen del CMFB, Eurostat decidió que el MEDE debería recibir un tratamiento igual al de organizaciones financieras internacionales similares, como el FMI. Los préstamos del MEDE a un país de la zona del euro necesitado se registrarán de la misma forma que un préstamo del FMI a un Estado miembro (es decir, como un préstamo directo de una organización internacional al país en cuestión). Por tanto, a diferencia de los préstamos concedidos por la FEEF, los préstamos otorgados por el MEDE no se canalizarán a través de las cuentas de otros países de la zona del euro y, por consiguiente, no incrementarán su deuda pública.

Los países de la zona del euro contribuirán al capital del MEDE en función de su participación en la clave de capital del BCE, que otorga la misma ponderación a las participaciones del país en la población total y en el PIB total, respectivamente, de la UE. Sin embargo, los países de la zona del euro que tengan un PIB per cápita relativamente bajo (inferior al 75 % de la media de la UE) verán reducida su contribución durante un período máximo de 12 años a partir de la entrada en vigor del MEDE o de su ingreso en la zona del euro<sup>8</sup>.

### 3 CONCLUSIONES

El reforzamiento de la vigilancia fiscal, macroeconómica y macroprudencial es fundamental para garantizar el buen funcionamiento de la UEM. La observancia estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento mejorado, la vigilancia estrecha de los desequilibrios macroeconómicos y la coordinación eficaz de las políticas económicas deberían servir de salvaguardia frente a la acumulación de riesgos sistémicos que podrían desencadenar crisis de confianza del mismo tipo y magnitud que las que se han experimentado recientemente. Sin embargo, en la medida en que se pueden producir perturbacio-

nes externas no previstas, el riesgo de crisis nunca puede eliminarse del todo, a pesar de que se refuerce la vigilancia fiscal y macroeconómica. Por ello, y con el fin de garantizar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto, se decidió crear también un marco que pudiera proporcionar apoyo financiero temporal a los países de la zona del euro, con el fin de facilitar financiación puente durante el período necesario para aplicar un profundo programa de ajuste destinado a corregir los desequilibrios.

El establecimiento de un mecanismo permanente de gestión de crisis para la zona del euro puede respaldar, por tanto, la estructura general de la UEM. Desde la perspectiva del BCE, es fundamental que la existencia, el diseño y las actividades del MEDE no creen riesgo moral, sino que refuercen los incentivos para la aplicación de políticas fiscales y económicas prudentes en todos los países de la zona del euro a largo plazo. Por este motivo, resulta esencial que cualquier ayuda financiera esté sujeta a una condicionalidad de la política macroeconómica muy estricta y se otorgue en condiciones no concesionarias.

<sup>8</sup> Esta corrección temporal se calculará según la fórmula siguiente: porcentaje MEDE = clave de reparto BCE - 0,75\*(clave de reparto BCE - porcentaje de la renta nacional bruta).

La ayuda financiera no debe actuar como transferencia fiscal, sino únicamente como un puente de liquidez que permite a los países de la zona de euro en dificultades adoptar las medidas necesarias para «ganar tiempo» para restablecer la sostenibilidad fiscal y la competitividad a medio plazo. El MEDE

se activaría si fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Por tanto, es fundamental que las medidas de prevención de crisis y de supervisión de políticas estén bien diseñadas y se apliquen en su totalidad con el fin de evitar la necesidad de recurrir al MEDE.