

# Propuestas de mejora para el Fondo Europeo de Estabilización Financiera

Ferran Casadevall Massuet\*

## Introducción

En la zona euro, la crisis económica es ahora fiscal. Frente a las elevadas necesidades de financiación pública de algunos países de esa zona, los mercados financieros han empezado a dudar de su capacidad de pago, amenazando la estabilidad del conjunto de la Unión Monetaria. La Unión Europea ha reaccionado utilizando sus instrumentos preexistentes de gobernanza económica, pero también ha tenido que crear nuevas herramientas ante la escala de la crisis. Entre éstas destaca el Fondo Europeo de Estabilización Financiera. Pero la presión de los mercados financie-

ros se ha mantenido y han surgido algunas críticas a este nuevo instrumento. En estas páginas se analizará el nuevo fondo europeo, las razones por las que ha recibido estas críticas y se propondrán algunos cambios en su enfoque, con el objetivo de que sea más preventivo, sin límite en su dotación y sin condicionalidad *ex-post*.

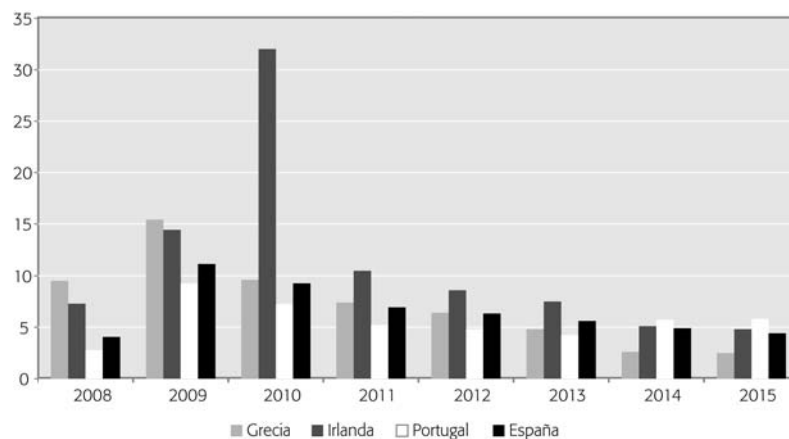
## La crisis fiscal europea

La crisis económica ha degenerado en elevados déficit y deuda pública en muchos países europeos. A lo largo de 2010, pese a los planes de consolidación presupuestaria, los acontecimientos económicos y los análisis de los

\* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Gráfico 1

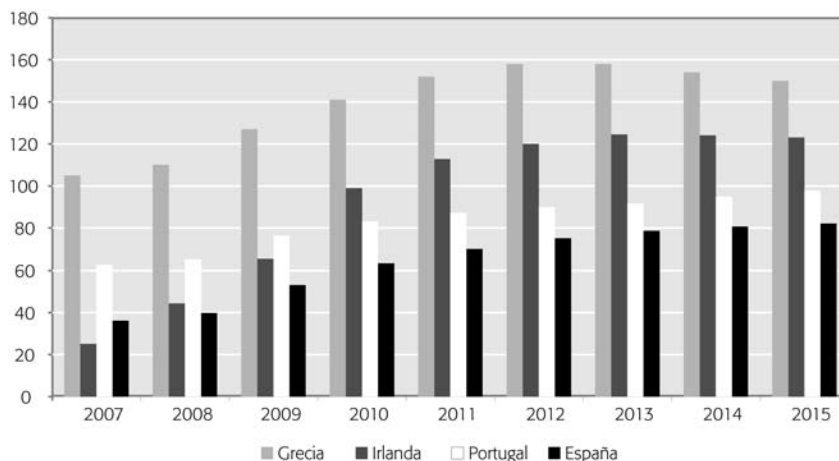
### DÉFICIT PÚBLICO (% PIB)



Elaboración propia. Fuente: FMI. Estimación para 2010 y previsiones para 2011 en adelante.

Gráfico 2

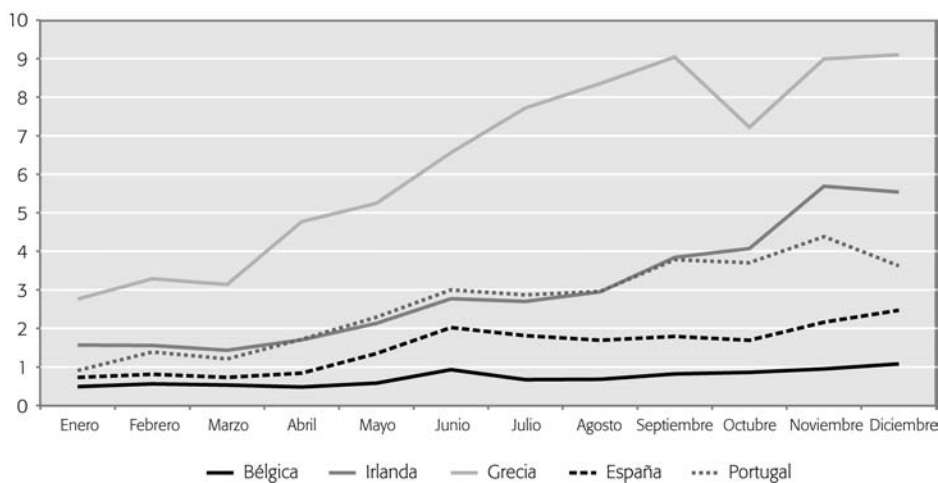
DEUDA PÚBLICA (% PIB)



Elaboración propia. Fuente: FMI. Estimación para 2010 y previsiones para 2011 en adelante.

Gráfico 3

RENTABILIDAD DE LA DEUDA A 10 AÑOS RESPECTO A LA ALEMANA (2010)



Elaboración propia. Fuente: BCE.

expertos, han apuntado hacia problemas de liquidez y/o solvencia en algunos países periféricos de la zona euro, como Grecia, Irlanda, Portugal y España, y también en otros centrales como Bélgica, países que han sufrido fuertes incrementos en la prima de riesgo soberana. La distinta velocidad de recuperación entre unos Estados y otros ha empezado a manifestarse, así como la acumulación de una abultada deuda en Grecia e Irlanda. Los países más afectados son los que acumulaban pérdidas de competitividad notables que, en el marco de la Unión Monetaria,

no pueden ser revertidas mediante una devaluación cambiaria, la solución habitual en esta situación.

Al frente de los países con dificultades está Grecia, que ya arrastraba una deuda pública de casi el 100 por 100 del PIB antes de empezar la crisis y, por lo tanto, su sector público no tenía margen de maniobra, lo que es un primer fallo de la gobernanza económica europea. La prima de riesgo del país mediterráneo, que se había estabilizado o ligeramente disminuido en los últimos meses de 2009,

se disparó a partir de abril de 2010 hasta llegar a niveles insostenibles, al tiempo que la amenaza de contagio entre países euro periféricos fue emergiendo. La política económica europea existente no ha sido suficiente para evitar esta situación, y hubo que rescatar a Grecia y pensar en instrumentos adicionales para el resto de países.

### El rescate de Grecia y la creación del Fondo de Estabilización

El 9 de mayo de 2010, el Consejo de ministros de la UE entendió que el problema fiscal de Grecia no es un problema sólo del país heleno, sino de la zona euro y de toda la Unión Europea. Por ello, aprobó un paquete de rescate a Grecia, junto con el FMI. Pero también entendió que los instrumentos europeos existentes no eran suficientes para hacer frente al contagio y por ello, aprobó la creación de un mecanismo de estabilidad europeo para tres años. Desafortunadamente, hizo falta el rescate de un país para que los ministros europeos dieran este paso adicional en la gobernanza económica. El Banco Central Europeo también realizó una imprescindible actuación mediante el anuncio de su programa de compra de títulos de deuda pública de países con dificultades. A su vez, varios países anunciaron la aceleración de sus planes de consolidación presupuestaria.

El objetivo del mecanismo es preservar la estabilidad financiera de la Unión Monetaria mediante la provisión de asistencia financiera a aquellos Estados Miembros (EEMM) de la zona euro que hayan perdido acceso a los mercados a un coste aceptable. El Fondo actúa, pues, como prestamista de última instancia y bajo estricta condicionalidad.

El mecanismo de ayuda está formado por dos patas. La primera es la comunitaria, basada legalmente en el tratado, denominada Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, con una dotación de 60 mil millones de euros. Estos fondos son aportados por la Comisión con garantía del presupuesto comunitario.

La segunda pata es la intergubernamental, basada en un acuerdo entre gobiernos, denominada Fondo o Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), con una dotación de 440 mil millones de euros<sup>1</sup>. Esta cuantía constituye una garantía ofrecida por los EEMM con la cual el fondo emite unos bonos; la financiación obtenida con la venta de estos bonos se utilizará para dar préstamos a los países con dificultades. Para ofrecer mínimo riesgo crediticio, las emisiones gozan de una sobre-garantía del 120 por 100 y de una reserva de liquidez. Con ello se ha conseguido el mejor *rating* en todas

las agencias de calificación. Sin embargo y, como consecuencia, la capacidad de préstamos es menor que los 440 millones, lo que constituye una de las críticas a este sistema, como se comentará.

Adicionalmente a la dotación comunitaria e intergubernamental, el FMI aporta otros 250 mil millones, resultando un monto total de 750 mil millones de euros.

### El rescate de Irlanda y la conversión del fondo temporal a permanente

Rescatada Grecia, en septiembre el foco de atención se movió hacia Irlanda, que tuvo que asumir la deuda de gran parte de sus bancos, provocando un déficit del 32 por 100 para 2010, saltando la deuda desde el 65 por 100 del PIB del año anterior a casi el 100 por 100. En este caso, Irlanda partía de un endeudamiento relativamente controlado, pero el enorme peso del sector bancario en su economía no ha sido manejable y se convirtió en el primer país en utilizar el nuevo fondo europeo, lo que se aprobó en noviembre (85 mil millones en total).

Así como el rescate de Grecia provocó en cierto modo la creación del fondo temporal, el de Irlanda dio lugar al siguiente paso en la construcción de la respuesta europea: los ministros decidieron también la conversión del fondo temporal en permanente a partir de junio de 2013. Otra vez tuvo que ser necesario el rescate de un país para que los ministros dieran otro paso hacia la integración económica y fiscal. Ello ha contribuido a generar la sensación de que la política económica europea ha ido un paso detrás de los eventos de la crisis económica y fiscal, y de las expectativas de los mercados financieros. El Consejo Europeo y los distintos EEMM deben ratificar la creación del fondo permanente a lo largo de 2011.

### Reacciones y opiniones al mecanismo europeo de estabilidad financiera

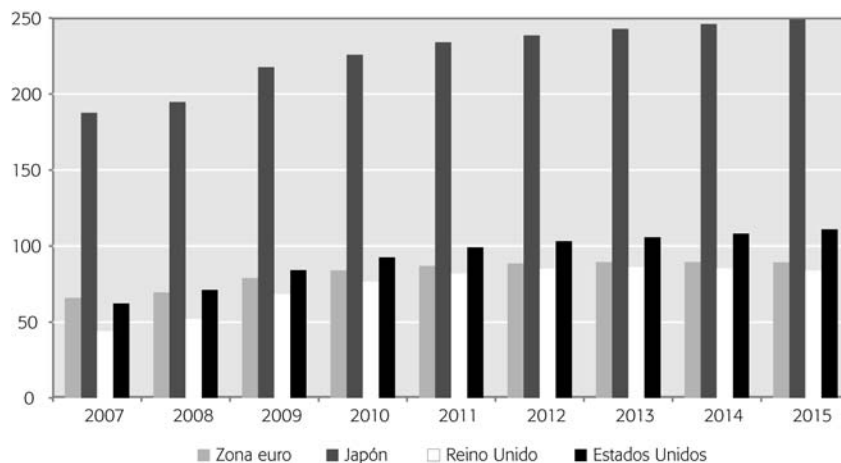
En un primer momento, la creación del fondo y su conversión en permanente calmaron los mercados financieros. Tan importante como ello es el mensaje lanzado por las autoridades de que la solución pasa por mayor coordinación y solidaridad europea, no menos (si bien la respuesta fue más intergubernamental que comunitaria).

La creación de un fondo común es la reacción más obvia y, a priori, más adecuada. La razón es que nadie duda de la capacidad del conjunto de la zona euro de

<sup>1</sup> <http://www.efsf.europa.eu>.

Gráfico 4

## DEUDA PÚBLICA (% PIB)



Elaboración propia. Fuente: FMI. Estimación para 2010 y previsiones para 2011 en adelante.

hacer frente a sus necesidades de financiación globales. Su endeudamiento, entre el 80 por 100 y 90 por 100, se sitúa a un nivel parecido al de otras zonas monetarias como Estados Unidos o el Reino Unido (y mucho menor que el de Japón). Si hubiese una unión fiscal total e inmediata, la zona no tendría problemas para hacer frente a sus pagos. Obviamente, si las economías centrales del euro, véase Alemania, comparten los riesgos con las que muestran menos rigurosidad fiscal, se puede generar un problema de incentivos. De esto se hablará más adelante.

Sin embargo, la creación del fondo no ha disipado totalmente las dudas de los mercados financieros, en los que la prima de riesgo se ha mantenido elevada a finales de 2010. Expertos e incluso gobernantes europeos han apuntado una serie de limitaciones en el nuevo instrumento europeo.

### Europa siempre un paso por detrás

La capacidad de contagio de la actual crisis económica ha sorprendido varias veces a las autoridades económicas europeas, que siempre han ido un paso por detrás de los eventos económicos y de la presión de los mercados financieros. La primera ocasión fue en el propio origen de la crisis, pues inicialmente se creía que estaba limitada al mercado hipotecario americano. La segunda ocasión proviene del contagio en la presión sobre las primas de riesgo. Sólo cuando Grecia necesitaba el rescate se acordó un fondo de rescate temporal y sólo cuando hubo que rescatar a Irlanda se acordó que el fondo debía ser permanente.

La integración financiera y el potencial para problemas de contagio han ido avanzando a pasos agigantados en los últimos años, especialmente en Europa, mientras que la integración en política fiscal lo ha hecho a un ritmo mucho menor. Esta doble velocidad es la que está provocando la sensación de que la reacción europea está un paso por detrás de los eventos reales.

### Alemania: entre el mensaje a los gobiernos y a los mercados financieros

Alemania, por quién debe pasar cualquier definición de la respuesta comunitaria, ha lanzado un mensaje ambiguo, aunque lo está corrigiendo. Por un lado, a los gobiernos de los países con problemas les dice que no les va a rescatar. Por otro, a los mercados financieros les dice que sí les va a rescatar. Como resumía *The Economist*<sup>2</sup>, la respuesta europea ha sufrido una contradicción en sí misma. Se creó el fondo europeo, en principio para salvar a los países de una situación insostenible, pero al mismo tiempo se ha mantenido, especialmente al inicio de la crisis fiscal, el discurso implícito de que los países insolventes deben reestructurar su deuda. Esta poca claridad en el objetivo del plan europeo ha sembrado de dudas su efectividad; los inversores no saben si es un fondo para problemas de liquidez o de solvencia, y no pueden saber qué países eventualmente van a necesitar una reestructuración, y la incertidumbre y la desconfianza no han disminuido.

<sup>2</sup> *Time for Plan B*, *The Economist*, 13 de enero de 2011.

La estrategia del mensaje amenazador a los países con déficit abultado ahora tiene poco sentido y credibilidad. Estos países están sufriendo ya unos costes de financiación muy altos y la financiación que les llegaría de un potencial salvamento sería también muy cara. De la misma manera que los castigos y multas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el Procedimiento de Déficit Excesivo no son creíbles porque son procíclicos (se quiere imponer una multa cuando el país está en crisis), esta amenaza tampoco es adecuada.

### Los 750 mil millones que no son tales

Se anunció la creación de un fondo de 750 mil millones de euros, pero esa no es la capacidad de préstamo que tiene el instrumento europeo. Debido a las sobregarantías y a la reserva de liquidez, su capacidad de préstamo es inferior a su financiación. En el caso de Irlanda, se han requerido 26,5 mil millones de euros para poder dar un préstamo de 17,7 mil millones (66 por 100). Si se aplica esta misma ratio al conjunto de los 440 mil millones, el resultado es que la capacidad préstamo es sólo de unos 293 mil millones. No han tardado en salir expertos que ponen en duda que los 440 mil millones sean suficientes para hacer frente a un potencial rescate de Portugal y España<sup>3</sup>. Estos mismos análisis también se preguntan cómo quedaría este montante si algún país deja de ser suscriptor de capital y en cambio pasa a pedir préstamos. Este es un problema que se autoalimenta, y que vendría reforzado por la sincronización cíclica de las economías de la zona euro, haciendo que el riesgo de las emisiones de este fondo sea mayor del identificado. Por todo ello, han ido surgiendo voces que piden una mayor dotación de este fondo.

### Un instrumento sin poder preventivo

Otra crítica lanzada sobre el nuevo instrumento europeo es que cuando se aplica el daño ya está hecho. El objetivo del fondo es, de hecho, ejercer de prestamista de última instancia, cuando el coste de acceso a los mercados es ya inasumible. Esto efectivamente ha prevenido una situación de falta de liquidez, pero no ha evitado que el país esté pagando unos altos costes para financiarse, perjudicando la solvencia. Por lo tanto, el fondo europeo es una herramienta curativa de liquidez, que no resuelve problemas de solvencia subyacentes. Por el contrario, el Banco Central Europeo ha desempeñado un papel preventivo muy importante con la compra de deuda de países en pro-

blemas, pero no debe olvidarse de que su principal función es garantizar la estabilidad de precios y que esta función, caso de ser necesario, puede requerir la cancelación de estas otras actuaciones.

### Ni federalismo fiscal ni área monetaria óptima

Con la adopción del fondo, algunos gobernantes afirmaron que la Unión Monetaria por fin está acompañada de la unión económica. Esto debe matizarse. El fondo europeo, por su carácter de prestamista de última instancia, no es equivalente a un presupuesto europeo y a una consiguiente política fiscal europea centralizada de función estabilizadora. La inexistencia de este federalismo fiscal, combinada con una baja movilidad del factor trabajo, es lo que impide que la zona euro sea un área monetaria óptima. Con este fondo europeo, la unión económica todavía no es completa.

### Conclusión

Hay, pues, una serie de limitaciones al fondo europeo tal y como está diseñado actualmente. ¿Cómo puede mejorar? Quizá el FMI pueda ofrecer una experiencia valiosa. En 2009 adoptó una nueva línea de crédito, la *Flexible Credit Line*, para países con buenas políticas económicas y una situación macroeconómica saneada, pero que tienen problemas de liquidez a corto plazo debido a crisis globales y efectos contagio en mercados financieros<sup>4</sup>. Este instrumento está pensado para mantener la estabilidad monetaria, no para problemas fiscales, pero algunas de sus características merecen ser destacadas. Si un país ha mantenido una política económica y situación macroeconómica adecuada, puede acceder a esta línea de modo preventivo (a diferencia del fondo europeo) para disipar cualquier duda de liquidez entre los inversores internacionales. Una vez se accede a esta financiación, no hay ningún tipo de condicionalidad (a diferencia del fondo europeo) ni de cantidad máxima (también a diferencia del fondo europeo). Con este sistema, el FMI evita límites o condicionalidades procíclicas dañinas y no creíbles.

El fondo europeo debería exhibir estas tres características (preventivo, sin condicionalidad procíclica y sin límite de cantidad). Ello requiere el compromiso total de Alemania y el resto de países del euro en momentos de crisis, exigiendo a cambio un aumento de la coordinación y control comunitario de las actuaciones fiscales de los EEMM, particularmente en tiempos de bonanza:

<sup>3</sup> Roubini *Global Economics*, Critical Issue de 11 de enero de 2011.

<sup>4</sup> <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>.

- Un fondo preventivo y sin límite. Estas modificaciones se podrían implantar a corto plazo y por sí solas ayudarían a una estabilización en los mercados financieros. Han surgido ya propuestas al respecto que merecen ser consideradas<sup>5</sup>: el fondo podría comprar deuda de países con problemas incipientes, sin esperar a que pierdan el acceso a los mercados y sin que haya que pedir formal y públicamente un rescate. Esta función acompañaría o sustituiría a la equivalente del Banco Central Europeo. El aumento de la cuantía del fondo también debe contemplarse, para despejar las dudas sobre la suficiencia de la misma y sobre el grado de compromiso de Alemania con la estabilidad del euro<sup>6</sup>.
- Un fondo con condicionalidad *ex-ante*. Esta modificación es más sustancial y se implementaría a medio plazo. A cambio del compromiso total con los países en dificultades (que aseguraría la liquidez), se exigiría que estos países hubieran hecho los deberes en tiempos de crecimiento económico, utilizando un mayor control comunitario de las actuaciones fiscales nacionales (lo que aseguraría la solvencia). Si bien los gobiernos de los EEMM no quieren resignarse a perder autonomía fiscal, en realidad esta autonomía ya está severamente recortada por la integración financiera y el contagio en los mercados financieros europeos.

Grecia, por ejemplo, ya empezó la crisis con una deuda superior al 100 por 100 del PIB. El problema venía pues de antes. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento necesita mejorar sus incentivos para reducir el endeudamiento en tiempos de expansión. A estos efectos, se ha recomendado, por ejemplo, la introducción de más automatidad y rapidez en las

etapas y plazos del Procedimiento de Déficit Excesivo, tener en cuenta la ciclicidad de algunos ingresos en periodos de expansión, dar más poder a la Comisión y establecer sanciones políticas y de reputación (no monetarias) públicas a los incumplidores (FMI, 2010a). La idea de emitir eurobonos sería un paso mucho más allá en la integración fiscal europea, pero no parece que en estos momentos haya capital y voluntad políticos para llevar a cabo esta empresa<sup>7</sup>.

El caso de Grecia merece un comentario aparte. Este fondo no estaría pensado para casos como el griego (todo lo contrario, estaría pensado para evitar este tipo de situaciones), caso que necesitaría otro tipo de instrumento. Grecia no llegó a la crisis con una situación fiscal saneada. Los análisis de sostenibilidad realizados por el FMI no invitan al optimismo (FMI, 2010b) y algunos analistas, como *The Economist*, opinan que la reestructuración es necesaria<sup>8</sup>. Esta reestructuración no tiene por qué dañar la credibilidad de la gobernanza económica europea si ello se acompaña de las mejoras en el fondo europeo señaladas en este artículo.

Esperemos que el Consejo Europeo, en su reunión de primavera, por una vez, vaya por delante de los mercados, y no por detrás<sup>9</sup>.

## Bibliografía

- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010a), "Euro Area Policies: Selected Issues", IMF Country Report, No. 10/222
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010b), "Greece: second review under the Stand-by Arrangement", IMF Country Report, No. 10/372

<sup>5</sup> *Is Europe Ready for fiscal federalism?*, en el Financial Times, 14 de enero de 2011.

<sup>6</sup> *El BCE y el FMI apoyan la propuesta de Barroso de ampliar el fondo de rescate*, en El País, 13 de enero de 2011.

<sup>7</sup> Véase por ejemplo *Merkel discrepa de Bruselas y excluye los eurobonos para combatir la crisis*, en Expansión.com, 3 febrero de 2011.

<sup>8</sup> *Bite the bullet*, The Economist, 13 enero de 2011.

<sup>9</sup> A fecha 14 de febrero, estando este artículo ya en imprenta, los ministros de economía de la zona euro han tomado la decisión de aumentar la capacidad real de préstamo del fondo permanente, a partir de 2013, a 500.000 millones de euros. Sin embargo, no han modificado la dotación para el fondo temporal en vigor hasta entonces. Los ministros también debatieron sobre un potencial paquete de medidas de refuerzo de la gobernanza económica.