

Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)

Ignacio Fernández Pérez

“No fracasé, sólo descubrí 999 maneras de como no hacer una bombilla”

Thomas Alba Edison

La presente nota repasa brevemente el funcionamiento del FEEF, el mecanismo de ayuda financiera creado a mediados de 2010 por los Gobiernos de la zona euro para rescatar los Estados miembros que se encontrasen con problemas para conseguir financiación a través de los mercados de capitales. Se concluye que, a pesar de las reformas introducidas en este instrumento, los problemas de su diseño y de su estructura han provocado que el FEEF haya fallado como mecanismo que evite el contagio financiero a las economías sistémicas de la región.

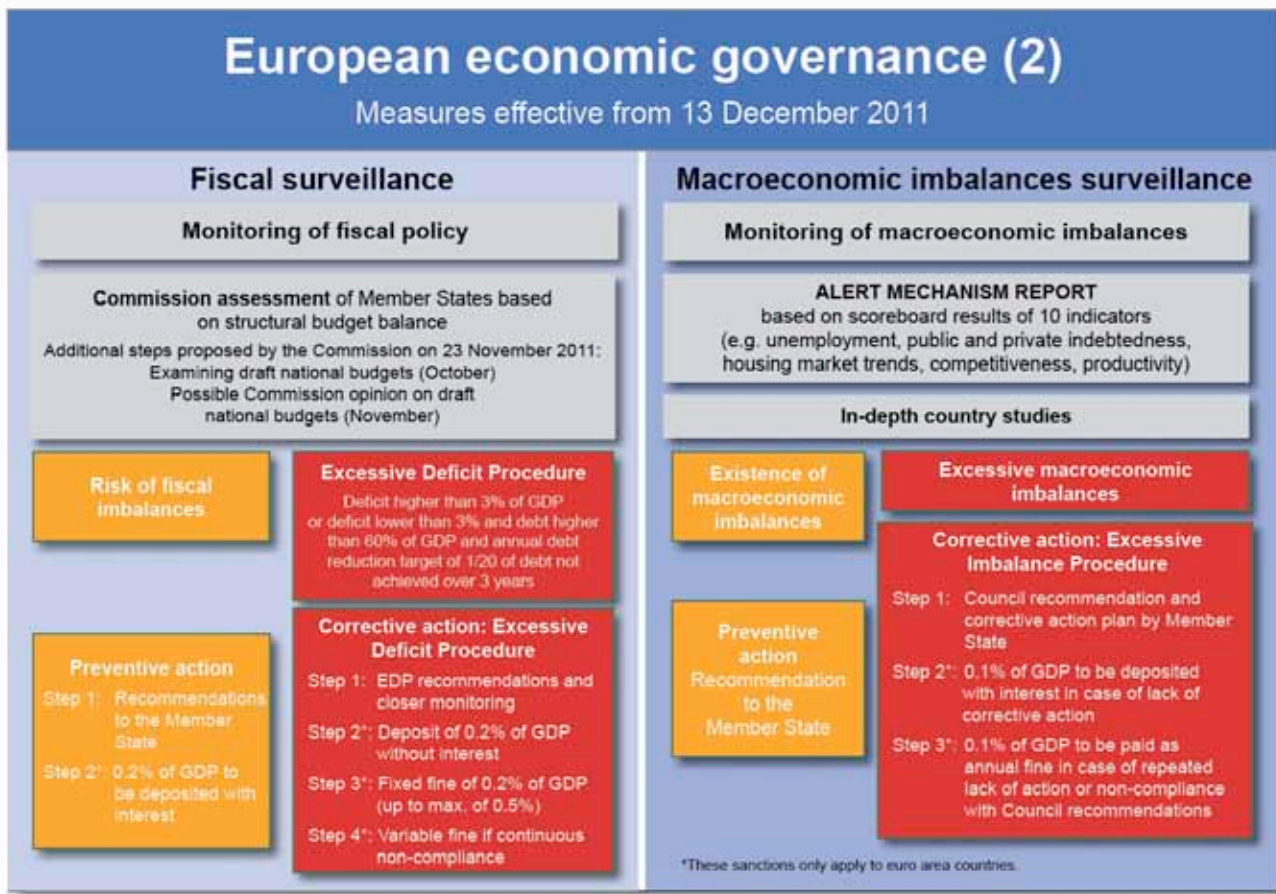
Introducción

Desde el comienzo de la crisis de deuda soberana europea, iniciada a finales de 2009 a raíz de los problemas fiscales en Grecia, las distintas autoridades (gobiernos e instituciones europeas e internacionales) han adoptado medidas para tratar de devolver la estabilidad financiera en la zona euro. Estos pasos se han desarrollado en tres direcciones diferentes.

En primer lugar, dado que la zona euro no es un área monetaria óptima y a corto plazo no es posible una unión fiscal, Europa ha adoptado medidas para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo y mejorar la coordinación presupuestaria de la región. Así, se ha reforzado el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y, recientemente, se ha acordado un nuevo tratado (también conocido como *Fiscal Compact*), en el que, por ejemplo, se imponen límites constitucionales al déficit estructural¹. Por otra parte, se han propuesto instrumentos para una mayor vigilancia y prevención de desequilibrios macroeconómicos graves, con el objetivo de garantizar el crecimiento y la competitividad de los diferentes Estados de la zona euro.

Cuadro 1

Detalles del fortalecimiento del PEC y de los instrumentos para una mayor vigilancia y prevención de desequilibrios macroeconómicos.



Fuente: Consejo Europeo.

En segundo lugar, el Banco Central Europeo (BCE) se ha erigido como una de las instituciones europeas líder en la toma de decisiones para abordar la crisis financiera y soberana. Así, ha ido más allá de la aplicación de una política monetaria tradicional y, en mayo de 2010, inició un programa de adquisición, en el mercado secundario, de deuda pública de países como Grecia, Irlanda y Portugal. En agosto de 2011, amplió dicho programa, adquiriendo deuda pública de Italia y España.

En tercer lugar, los países de la zona euro han diseñado mecanismos de rescate para aquellos gobiernos con dificultades para financiarse a través del mercado internacional de capitales. Así, desde Europa se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF)². Además, el FMI acordó apoyar estos instrumentos a través de sus programas de ayuda, comprometiendo 250 m.m. de euros (miles de millones de euros). Asimismo, los Gobiernos europeos crearon el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) con un carácter permanente y dotado de 500 m.m. de euros. En principio, este instrumento estaba diseñado para susti-

tuir al FEEF a mediados de 2013, momento en el que éste desaparecería. Sin embargo, el desarrollo de los acontecimientos ha provocado que se adelante su entrada en vigor a mediados de 2012, por lo que ambos instrumentos convivirán a lo largo de un año. Los Gobiernos europeos han diseñado el MEDE como el heredero del FEEF, por lo que mantendrá las mismas funciones. Sin embargo, existen diversas diferencias entre ambos. En particular, el MEDE es un mecanismo permanente, que contará con capital aportado por los Estados miembros de la zona euro, que podrá requerir, en ocasiones excepcionales, la participación del sector privado en los programas de ayuda y que contará con una condición de acreedor preferente³.

El FEEF ha pretendido ser la piedra angular de la estrategia de las autoridades europeas para garantizar la estabilidad financiera en la región. Inicialmente, se trataba de un mecanismo *post mortem*, es decir, sólo rescataba los gobiernos tras una crisis de liquidez, y estaba ligado a fuertes exigencias. Con el avance de la crisis, las autoridades europeas se vieron obligadas a ir introduciendo reformas en el FEEF, en un proceso no exento de dificultades. Es-

tas reformas aspiraban a convertirlo en un “cortafuegos” que evitase el contagio a otros gobiernos, impidiendo la pérdida de acceso de los países en dificultades económicas a la financiación de los mercados. Además, se pretendía dotarlo con capacidad suficiente para ayudar economías de carácter sistémico.

Estas reformas, sin embargo, no han producido el efecto deseado, debido, principalmente a que la capacidad de préstamo del FEEF ha continuado siendo insuficiente para rescatar países sistémicos. Esto, unido a la complejidad de algunas reformas, ha provocado que el mercado continúe dudando del papel del FEEF como un verdadero mecanismo de ayuda y que evite el contagio a las principales economías de la zona euro. La reciente rebaja de *rating* del FEEF por parte de Standard & Poor’s supone un factor adicional a los problemas que ya presentaba este mecanismo de rescate.

Por último, los Gobiernos de la zona euro, durante los últimos meses, han dado un giro a su política para garantizar la estabilidad financiera en la región. Así, han decidido otorgar más recursos al FMI, incrementando la capacidad de préstamo de esta institución internacional, en lugar de aumentar la capacidad de préstamo del FEEF a través de mayores garantías. Esto pone de manifiesto la falta de voluntad política por parte de algunos Gobiernos europeos para mejorar de una manera contundente los mecanismos de ayuda que ellos mismos han creado. Así, se han comprometido a conceder al FMI 150 m.m. de euros, que se podrían incrementar hasta los 200 m.m. con las aportaciones de los Estados pertenecientes a la UE que no se encuentren en la Unión monetaria. En este contexto, el FMI ha expresado su intención de incrementar, en el corto plazo, su capacidad de préstamo hasta los 500 m.m. de dólares. Sin embargo, las economías BRIC han mostrado su reticencia a aumentar sus aportaciones al FMI y en algunos casos, como China, la han ligado a ciertas condiciones, como tener mayores derechos de voto en la institución. Por su parte, Estados Unidos y Canadá han insistido en que no contribuirán con más recursos para elevar la capacidad de préstamo del FMI⁴, lo que pone en duda que la institución internacional, finalmente, sea capaz de incrementar su capacidad de préstamo en la cuantía pretendida.

La creación del mecanismo

El FEEF fue creado, a mediados de 2010 por los Estados miembros de la zona euro, como un instrumento para proporcionar un apoyo financiero temporal a las economías que perdían su acceso a la financiación de los mercados de capitales. En un primer momento, este apoyo adoptó la forma de préstamos que no contenían ningún elemento concesionario, con el fin de incentivar que los países resca-

tados volviesen lo antes posible a tratar de financiarse en los mercados de capitales. En este sentido, los préstamos estaban ligados a una severa condicionalidad⁵, que consistía en un ambicioso programa de consolidación fiscal y en la implementación de importantes reformas estructurales. Además, a estos préstamos se les aplicaban unos tipos de interés muy restrictivos (en torno al 6,0%). Respecto a la capacidad efectiva de préstamo de la FEEF, en aquellos momentos, contaba con 255 m.m. de euros, respaldados con avales de los países miembros, de hasta 440 m.m. de euros.

A este tipo de ayuda han accedido, hasta la fecha, Irlanda y Portugal, que recibieron 17,7 y 26 m.m. de euros, respectivamente. Estas ayudas han estado complementadas con recursos procedentes del MEEF y del FMI y, además, en el caso de Irlanda, con préstamos bilaterales de Reino Unido, Dinamarca y Suecia⁶. Por su parte, la ayuda financiera a Grecia ha provenido de préstamos bilaterales por parte de los países de la Unión monetaria y del FMI. Actualmente, la zona euro ha acordado una nueva ayuda a Grecia de hasta 144,7 m.m. de euros a través del FEEF⁷.

El nivel de recursos del FEEF lo convertían en un mecanismo diseñado para ayudar economías pequeñas, que no tuvieran un carácter sistémico. Además, dada su configuración inicial, era bastante rígido y *post mortem*, ya que no evitaba que las economías perdieran su acceso a la financiación de los mercados, ni evitaba el contagio a otras economías.

La introducción de las primeras reformas (marzo-julio de 2011)

Con el transcurso de la crisis, se observó un contagio hacia las economías sistémicas de la zona euro, como España e Italia, al tiempo que la situación económica no mejoraba en los países rescatados. En este contexto, se hizo evidente la necesidad de introducir reformas de carácter cuantitativo y cualitativo en este mecanismo de rescate. Ello se produjo en un proceso no exento de dificultades y rodeado de un elevado ruido político, ya que la modificación del FEEF requería la aprobación unánime de todos los Parlamentos nacionales de la región. Así, las reticencias de varios países, como Eslovaquia⁸, para la aprobación de estas reformas, supusieron una fuente de inestabilidad en este proceso. En otros países, como Eslovenia, esta ratificación parlamentaria supuso la caída del Gobierno, debido a que su aprobación quedó ligada a una cuestión de confianza.

Así, el Consejo Europeo de marzo de 2011 acordó el incremento de la capacidad efectiva de préstamo del FEEF, hasta los 440 m.m. de euros, con garantías de hasta 780 m.m. por parte de los Gobiernos⁹. Además, se redujo el tipo de interés asociado a los préstamos (hasta el tipo de financiación del FEEF más un coste operacional) y se exten-

dieron los vencimientos de los mismos, lo que suponía un importante apoyo a la sostenibilidad de las cuentas públicas de los países rescatados.

Respecto a las mejoras cualitativas, entre marzo y julio de 2011, se dotó al FEEF de una mayor flexibilidad y se ampliaron las capacidades de actuación de este mecanismo. En particular, se le permitió:

- Actuar de manera preventiva, sobre la base de un programa cautelar. El programa está destinado a países que no se encuentren bajo otro programa de ayuda. Su objetivo es evitar la pérdida de acceso a la financiación de los mercados de los gobiernos. En algunos casos, se requerirá la aplicación de medidas correctivas (ajuste fiscal y reformas estructurales). En principio, este programa se otorgará bajo la forma de líneas de crédito que contarán con unos recursos equivalentes de entre el 2% y el 10% del PIB del país que la solicite y tendrán una duración máxima de dos años.
- Adquirir deuda pública en los mercados primario y secundario.

Las intervenciones en el mercado primario se contemplan como un complemento a los programas de ayuda que ya esté recibiendo un país (préstamos y programas cautelares). Este tipo de intervenciones se realizarán al final de dicho programa de ayuda, con el objetivo de facilitar el acceso a la financiación a través de los mercados de capitales, mitigando los riesgos de una débil demanda en las subastas. La adquisición de títulos se realizará, en general, a precios de mercado y el FEEF nunca adquirirá más de la mitad del volumen de la emisión. Los recursos destinados a estas intervenciones se descontarán del montante acordado bajo el programa de ayuda que previamente ha recibido el país.

Por su parte, las compras en el mercado secundario tienen como objetivo asegurar el buen funcionamiento y la suficiente liquidez de los mercados de deuda soberana, así como apoyar la apropiada formación de precios de los títulos de deuda pública. Estas compras tendrán lugar bajo circunstancias excepcionales, en las que una limitada liquidez en los mercados pudiera afectar la estabilidad financiera de la región y presionar al alza los tipos de interés soberanos hasta niveles que no fueran compatibles con la sostenibilidad de las cuentas públicas. Asimismo, se realizarán en base al análisis del BCE y tras el acuerdo mutuo de los Estados miembros de la zona euro. A este tipo de intervenciones podrán acceder todos

los gobiernos, independientemente de que estén recibiendo otro tipo de ayuda. En el caso de que los Estados miembros no estén recibiendo algún tipo de apoyo, se les exigirá algún tipo de condicionalidad. Además, dichos gobiernos podrían tener que cumplir con una serie de requisitos, como una deuda pública y una posición externa sostenibles, un historial exitoso de acceso a los mercados de capital, una ausencia de problemas de solvencia en el sistema financiero, y una ausencia de desequilibrios macroeconómicos y fiscales excesivos¹⁰.

Por último, el FEEF podrá optar entre cuatro estrategias con los títulos de deuda pública adquiridos: (i) vender los títulos en mercado, una vez que exista una demanda adecuada por parte de los inversores; (ii) mantener los títulos hasta vencimiento; (iii) vender los títulos al país emisor o (iv) usar los títulos en operaciones repos con los bancos comerciales para incrementar la liquidez del FEEF.

- Financiar la recapitalización de instituciones financieras. Esta financiación se podrá otorgar a países que no hayan solicitado un programa de ayuda en forma de préstamos¹¹. Este tipo de apoyo financiero también estará sujeto a ciertas condiciones. En particular, se podría requerir una reestructuración del sistema financiero y posibles modificaciones en el marco regulador de este mercado.

Estas reformas fueron positivas ya que incrementaron la flexibilidad y ampliaron el espacio de actuación del FEEF¹². Sin embargo, el incremento de la capacidad de préstamo no fue suficiente para convertir este instrumento en un mecanismo que evitara el contagio de inestabilidad financiera en países sistémicos, como Italia y España. Por ejemplo, las necesidades de financiación de estos dos países entre 2012 y 2014 ascienden aproximadamente a unos 388,1 m.m y 322,8 m.m. de euros¹³, respectivamente. En general, los programas de ayuda que se han facilitado hasta la fecha cubren alrededor del 90% de las necesidades de financiación durante tres años. El FMI ha aportado, en general, un tercio del paquete de ayuda concedido a los países intervenidos. Teniendo en cuenta todo ello, Europa tendría que aportar alrededor de 425 m.m. de euros para apoyar de una manera creíble a estos dos países simultáneamente (por ejemplo a través de una línea de crédito). Esta cifra es muy superior a la capacidad actual de préstamo del FEEF de 250 m.m. de euros (una vez descontados los préstamos ya realizados a Irlanda y Portugal y el nuevo rescate a Grecia por valor de 144,7 m.m. de euros). Parte de este problema se ha solucionado con la combinación de los recursos del FEEF y del MEDE, a partir de la entrada

en vigor de este último a mediados de 2012, ya que entre ambos instrumentos se alcanzaría una capacidad de préstamo de alrededor de 450 m.m. de euros a finales de 2012 (alcanzando los 500 m.m. de euros en 2013), suficientes para cubrir la aportación que tendría que realizar Europa para apoyar a estas economías sistémicas.

Extensión de las reformas (octubre de 2011)

En un contexto de elevada inestabilidad financiera, en el que las primas de riesgo-país de las economías sistémicas se encontraban en unos niveles muy elevados (incluso la de países *core* como Francia), el Consejo Europeo de octubre de 2011 acordó nuevas capacidades al FEEF con el objetivo de maximizar su capacidad de préstamo, hasta el trillón de euros, según fueran las condiciones de mercado. Sin embargo, este aumento de la capacidad no estuvo acompañado de un incremento de las garantías de los Estados miembros, debido a las reticencias de algunos países como Alemania. Para ello, se acordaron dos opciones.

En primer lugar, el FEEF, dentro de su programa cautelar, podrá garantizar entre el 20% y el 30% del principal de las nuevas emisiones de deuda pública de los Estados miembros. El objetivo de esta medida es conseguir una reducción del tipo de interés al que se financian los gobiernos con dificultades financieras. Esta especie de seguro, que el inversor podrá adquirir de forma voluntaria, tendrá el mismo vencimiento que la deuda emitida y se podrá comerciar separadamente de dicha deuda. El pago de esta garantía se activará si la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA)¹⁴, considera que se ha producido un "credit event" en dicha deuda.

La segunda opción es la creación de uno o varios fondos de Co-Inversión (FCI). Se trata de vehículos especiales de inversión, con el objetivo de combinar fondos públicos y privados para la captación de recursos financieros fuera de la zona euro. Su principal misión será la adquisición, en los mercados primario y secundario, de deuda soberana de los Estados miembros de la zona euro. Respecto a la estructura de los mismos, los FCI podrán centrarse en un único país en exclusiva o en varios países simultáneamente. Por último, un aspecto importante es que las primeras pérdidas de los FCI estarán cubiertas por los recursos del FEEF.

Estas nuevas capacidades del FEEF se han caracterizado por su elevada complejidad, lo que ha provocado que los potenciales inversores (economías BRIC, inversores institucionales) adoptaran una actitud escéptica a la hora de confirmar una posible participación en estos instrumentos. Un ejemplo de ello son las declaraciones del gobernador del banco central de Rusia, afirmando: "En la medida en que es complejo e incomprensible y como, por ahora, no lo entiendo... Yo no hablaría de nuestra participación direc-

ta"¹⁵. Por otra parte, Regling, director del FEEF, ha declarado que inversores no europeos habrían prometido invertir 60 m.m. de euros a través de los FCI¹⁶. Por último, es importante comentar que la negativa de algunos países a no aumentar sus garantías en el FEEF a la vez que se incrementaba su capacidad de préstamo, puso de manifiesto la falta de voluntad política por parte de ciertos Gobiernos para mejorar este mecanismo de una manera contundente.

El funcionamiento del FEEF

Características de las emisiones

El FEEF obtiene la liquidez necesaria para llevar a cabo sus programas de ayuda mediante la emisión de instrumentos de deuda en el mercado internacional de capitales. Hasta ahora, los instrumentos de financiación han tenido, en general, el mismo perfil temporal que las ayudas asociadas a los países en dificultades. Los nuevos roles del FEEF, sin embargo, han provocado que se modifique dicha estrategia de financiación y que se incluya un programa de emisiones a corto plazo. Respecto a la divisa en la que se realizan las emisiones, el FEEF no tiene ninguna restricción, aunque, en principio, se financiará principalmente en euros. Asimismo, estos instrumentos de deuda pueden ser descontados en el BCE y ser usados como colateral en sus operaciones de financiación.

Tabla 1

Emisiones a largo plazo realizadas por el FEEF.

Fecha de emisión	Vencimiento (años)	Cantidad (m.m. de euros)	Spread sobre el mid-swap (p.b)
25/01/2011	5	5,00	6
15/06/2011	10	5,00	17
22/06/2011	5	3,00	6
07/11/2011	10	3,00	104
05/12/2012	3	3,00	40

Fuente: EFSF.

Por último, otra característica de estos instrumentos de deuda es que no tienen una condición de acreedor preferente, a diferencia de lo que ocurre tradicionalmente con los préstamos del FMI. El FEEF afirma que se adoptó esta decisión para evitar que los inversores privados sean reacios a adquirir la deuda pública de un país rescatado si existen demasiados acreedores preferentes.

Estructura de las garantías de las emisiones

Las emisiones del FEEF están respaldadas por los Estados miembros de la zona euro mediante garantías incondicionales e irrevocables, que ascienden hasta un máximo de 780 m.m. de euros. La garantía máxima comprometida por cada Gobierno está en función del capital aportado al BCE. Así, por ejemplo, Alemania aportará, como máximo, 211 m.m. de euros, lo que representaría, en principio, el 27% del total de garantías.

Por otra parte, las garantías podrán variar en cada emisión, dependiendo del número de países rescatados. En este sentido, si un gobierno se ve obligado a acceder a un programa de ayuda, no deberá garantizar las nuevas emisiones del FEEF¹⁷, reduciéndose, por tanto, la totalidad de las garantías. De este modo, se incrementará el porcentaje sobre las garantías totales del resto de países avalistas, pero sin modificar el límite máximo anteriormente mencionado. Por ejemplo, Grecia, Irlanda y Portugal están bajo un programa de ayuda financiera y, por tanto, no se consideran avalistas. Así, la cantidad total garantizada se ha reducido hasta los 726 m.m. de euros. Asimismo, el porcentaje que debe avalar Alemania se incrementó hasta el 29%, pero sus garantías máximas, continúan siendo de 211 m.m. de euros.

Solicitud de ayuda al FEEF

El FEEF sólo puede actuar después de que un Estado miembro de la zona euro realice una solicitud de ayuda. Además, a pesar, de que el FEEF puede estar pre-financiado, existe el consenso entre los Estados de la zona euro de que este mecanismo de ayuda no acceda al mercado hasta que un gobierno solicite dicha ayuda. Asimismo, el gobierno que solicite el apoyo financiero tendrá que negociar un programa de ajuste fiscal y de reformas estructurales con la Comisión Europea y el FMI. Este programa tendrá que ser aprobado por los ministros de Finanzas de la zona euro y firmado por todas las partes interesadas. Una vez que esto haya ocurrido, el FEEF necesitará varios días hábiles para alcanzar la liquidez necesaria y realizar el primer desembolso de la ayuda.

Antes de cada desembolso, la Comisión Europea, en colaboración con el BCE, comprobará si el gobierno que se encuentra bajo el programa de ayuda financiera está cumpliendo con la condicionalidad exigida. Si no estuviera cumpliendo con estos requisitos, el programa de ayuda se interrumpiría hasta que se renegociaran las condiciones ligadas a la misma. Además, todo desembolso tiene que ser aprobado por unanimidad por los países avalistas de la ayuda.

Tabla 2

Garantías máximas (m.m. de euros) y porcentajes (%) de los diferentes países.

	Garantías máximas	Porcentaje de contribución	Garantías máximas excluyendo países rescatados	Porcentaje de contribución excluyendo países rescatados
Austria	21,64	2,78	21,64	2,99
Bélgica	27,03	3,47	27,03	3,72
Chipre	1,53	0,20	1,53	0,21
Estonia	2,00	0,26	2,00	0,27
Finlandia	13,97	1,79	13,97	1,92
Francia	158,49	20,31	158,49	21,83
Alemania	211,05	27,06	211,05	29,07
Grecia	21,90	2,81	-	-
Irlanda	12,38	1,59	-	-
Italia	139,27	17,86	139,27	19,18
Luxemburgo	1,95	0,25	1,95	0,27
Malta	0,70	0,09	0,70	0,10
Países Bajos	44,45	5,70	44,45	6,12
Portugal	19,51	2,50	-	-
Eslovaquia	7,73	0,99	7,73	1,06
Eslovenia	3,66	0,47	3,66	0,51
España	92,54	11,87	92,54	12,75
Total	779,78	100,00	726,00	100,00

Fuente: EFSF.

La calificación crediticia y la capacidad de préstamo del FEEF

Todas las emisiones del FEEF cuentan con una "sobregarantía" de los Gobiernos de la zona euro, con el objetivo de obtener la máxima calificación crediticia por parte de las agencias de *rating*. En principio, esta "sobregarantía" era del 20%, más un colateral que se invertiría en activos seguros. Debido a la complejidad del cálculo del montante del colateral necesario, en el proceso de introducción de reformas en el FEEF, este requerimiento fue eliminado a cambio de incrementar la "sobregarantía" hasta el 65%.

Las agencias de calificación crediticia exigieron, adicionalmente, que para que las emisiones del FEEF obtuvieran el mayor *rating* posible, éstas deberían estar garantizadas en su totalidad por los países de la zona euro con una mejor calificación crediticia. De este modo, la capacidad efectiva de emisión del FEEF es inferior a la totalidad de las garantías de los Estados, y coincide con las garantías máximas que aportan los países con un mejor *rating*. Así, el FEEF estima que su capacidad efectiva de emisión es de 440 m.m. de euros.

En un principio, las tres principales agencias de calificación crediticia (Standard & Poor's, Moody's y Fitch) otorgaron un AAA al FEEF. A mediados de enero de 2012, sin

embargo, Standard & Poor's rebajó un nivel el *rating* de este mecanismo, hasta AA+, debido a la reducción de la calificación crediticia que previamente se había aplicado a Francia y Austria, que tenían un AAA¹⁸. Las autoridades europeas insistieron en que esta rebaja no afectaría la capacidad de préstamo del FEEF, manteniéndose en 440 m.m. de euros. De este modo, según Moody's y Fitch la capacidad de préstamo del FEEF coincide con las garantías de los países AAA, mientras que para Standard & Poor's coincide con el respaldo de los países AAA y AA+.

Esta estructura que liga garantías de los países con un mejor *rating* y emisiones, sin embargo, supone un factor de riesgo para este mecanismo de ayuda, al provocar que el *rating* de las emisiones del FEEF sea muy sensible a rebajas de la calificación crediticia de los países avalistas, como han puesto de manifiesto los recientes eventos.

Conclusión

El FEEF fue creado por los países de la zona euro como la piedra angular de sus programas de rescate. Sin embargo, los problemas de su diseño y la falta de voluntad política por parte de las autoridades para solucionarlos de una manera contundente han provocado que el FEEF no pueda ser considerado como un verdadero mecanismo de rescate para los países sistémicos de la zona euro.

Con el transcurso de la crisis, las autoridades europeas fueron introduciendo reformas en este mecanismo, especialmente, desde el punto de vista cualitativo. Así, se concedió al FEEF un mayor número de competencias (programa cautelar, compras de deuda pública y financiación de recapitalizaciones bancarias), incrementando su flexibilidad y poder de alcance. Con estas reformas, se pretendía convertir el FEEF en un verdadero mecanismo de rescate y que evitara el contagio a economías sistémicas.

Por el lado negativo, estas reformas no fueron acompañadas por un incremento significativo de su capacidad de préstamo, lo que, en parte, hacía inútiles las mejoras cualitativas. La estructura de las garantías de las emisiones del FEEF ha sido otro problema. Esta estructura es excesivamente compleja y ha dificultado el cálculo de la capacidad real de préstamo de este mecanismo. Incluso, una vez que se simplificó esta estructura, continuaron existiendo divergencias en la capacidad de préstamo. En este sentido, el FEEF afirma que su capacidad es de 440 m.m. de euros, al tiempo que Standard & Poor's la estima en 452 m.m. También habría que destacar que esta estructura de garantías provoca una elevada sensibilidad de la calificación crediticia de este mecanismo en las rebajas de *rating* de los países avalistas, como ha ocurrido con Francia.

Todo ello ha demostrado las limitaciones del FEEF como mecanismo de rescate para economías sistémicas, como España e Italia.

Bibliografía

Barclays Capital: "EFSF 2.0: Nearly there". Euro Themes. 6 de octubre de 2011.

BBVA Research: "Understanding the EFSF: Where do we stand after the EU summit?". BBVA Credit Views Europe. 7 de noviembre de 2011.

BCE: "El Mecanismo Europeo de Estabilidad". Boletín Mensual. Julio de 2011.

EFSF: "EFSF Framework Agreement". European Financial Stability Facility. 2010.

EFSF (2011a): "Amendment to the EFSF Framework Agreement". European Financial Stability Facility. 2011.

EFSF (2011b): "EFSF amendments approved by all Members States". Press Releases. European Financial Stability Facility. 13 de octubre de 2011.

EFSF (2011c): "FAQ Update". European Financial Stability Facility. 9 de noviembre de 2011.

EFSF (2011d): "EFSF Guideline on interventions in the secondary market". Guidelines & Terms of Reference. European Financial Stability Facility. 29 de noviembre de 2011.

EFSF (2011e): "EFSF Guideline on Primary Market Purchases". Guidelines & Terms of Reference European. Financial Stability Facility. 29 de noviembre de 2011.

EFSF (2011f): "Maximising the capacity of the EFSF. Terms and Conditions". Guidelines & Terms of Reference. European Financial Stability Facility. 29 de noviembre de 2011.

EFSF: "EFSF statement following Standard & Poor's decision to downgrade its long-term rating". Press Releases. European Financial Stability Facility. 16 de enero de 2012.

European Commission (2011a): "EU Economic governance "Six Pack" - State of Play". 22 de septiembre de 2011.

European Commission (2011b): "A roadmap to stability and growth". Communication from the Commission. 12 de octubre de 2011.

European Council: "EU Finance Ministers statement on IMF resources". Consejo Europeo. 19 de diciembre de 2011.

European Council (2012a): "Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union". Consejo Europeo. 31 de enero de 2012.

European Council (2012b): "Factsheet: Treaty establishing the European Stability Mechanism". Consejo Europeo. 2 de febrero de 2012.

Fitch: "European Financial Stability Facility (EFSF)". FitchRatings Supranationals. Full Rating Report. 21 de diciembre de 2010.

Gros, D.; Giovannini, A.: "The EFSF as a European Monetary Fund: Does it have enough resources?" CEPS Commentary. CEPS. 22 de julio de 2011.

Horváth, B.; Huizinga, H.: "The EFSF: Unfinished business". Vox. 30 de noviembre de 2011.

J.P. Morgan: "Global Fixed Income Markets Weekly". European Rates Strategy. 1 de octubre de 2010.

Lagarde, C.: "Global Challenges in 2012". FMI. 23 de enero de 2012.

Moody's: "Key Elements of EFSF's (P)Aaa Rating". Moody's Investor Service. 20 de septiembre de 2010.

Morgan Stanley: "Clarification on the EFSF Programme". Morgan Stanley Research. 24 de septiembre de 2010.

RBS: "European Financial Stability Fund (EFSF). How does it work?" Frequent Borrower Strategy. 9 de agosto de 2010.

RBS: "Turning the EFSF into a bond insurer or 11 reasons to fear such a scheme?". RBSMarketplace. 19 de octubre de 2011.

Standard & Poor's (2011a): "European Financial Stability Facility". Global Credit Portal. RatingsDirect. 24 de enero de 2011.

Standard & Poor's (2011b): "Research Update: Long-Term Rating on European Financial Stability Facility Affirmed At "AAA", Short-Term Rating Assigned; Outlook Stable". Global Credit Portal. RatingsDirect. 28 de octubre de 2011.

Standard & Poor's: "Research Update: European Financial Stability Long-Term Ratings Cut to AA+; Short-Term Ratings Affirmed; Outlook Developing". Global Credit Portal. RatingsDirect. 16 de enero de 2012.

Sulík, R.: "European Financial Stability Facility. A road to socialism". 5 de septiembre de 2011.

Pies de página

¹ Para más detalles, véase European Commission (2011a) y European Council (2012a).

² El MEEF fue creado al mismo tiempo que el FEEF. La principal diferencia entre ambos mecanismos es que el MEEF está respaldado por los presupuestos de la UE, mientras que el FEEF está garantizado por los países de la zona euro. Asimismo, la capacidad de préstamo del MEEF (60 m.m. de euros) es claramente inferior a la del FEEF (440 m.m. de euros).

³ Para conocer más detalles acerca del MEDE, véase European Council (2012b).

⁴ Para más detalles de la posición de los diferentes países sobre su intención de incrementar sus contribuciones al FMI, véanse las noticias publicadas en Reuters el 19 de enero de 2012:

<http://www.reuters.com/article/2012/01/19/imf-resources-idUSL1E8CI0XD20120119> y <http://uk.reuters.com/article/2012/01/19/uk-imf-resources-idUKTRE80I2DL20120119>

⁵ Esta condicionalidad está impuesta por la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

⁶ La ayuda total recibida por Irlanda y Portugal asciende a 85 y 78 m.m. de euros, respectivamente.

⁷ El FMI participará en esta ayuda aportando 28 m.m. de euros.

⁸ Sulík líder del SaS, partido que forma la coalición de gobierno en Eslovaquia, ha mostrado un fuerte rechazo hacia el FEEF. Véase Sulík (2011).

⁹ A pesar de que se acordó en marzo, esta decisión no entró en vigor hasta octubre de 2011.

¹⁰ Los países que tengan excesivos desequilibrios fiscales y macroeconómicos también podrán acceder a este programa de compras, siempre y cuando estén cumpliendo con las recomendaciones de las instituciones europeas para corregir dichos desequilibrios.

¹¹ Este tipo de programas de ayuda proporcionan recursos para apoyar al sistema financiero. Así, Irlanda y Portugal recibieron 35 y 12 m.m. de euros, respectivamente, bajo sus programas de ayuda para apoyar sus sistemas financieros.

¹² Hasta la fecha, ningún país ha utilizado ninguno de estos instrumentos.

¹³ Se han computado como necesidades de financiación los déficits fiscales de estas economías más los vencimientos de deuda pública a largo plazo. Los déficits se han obtenido de las estimaciones realizadas por el FMI en su World Economic Outlook de septiembre de 2011. De este cálculo se han excluido los vencimientos de letras ya que, hasta la fecha, todas las economías rescatadas han podido refinanciar su deuda a corto plazo.

¹⁴ La ISDA es la asociación internacional que evalúa si ante un acontecimiento de impago soberano por parte de un país es necesario activar el pago de los CDS asociados a dicha deuda pública.

¹⁵ Véase la noticia publicada en Reuters el 18 de noviembre de 2011: <http://www.reuters.com/article/2011/11/18/russia-efsf-idUSL5E7MI-3AU20111118>

¹⁶ Véase la noticia publicada en Reuters el 23 de enero de 2012: <http://www.reuters.com/article/2012/01/24/efsf-leveraging-idUSL5E8CO00720120124>

¹⁷ Estos Gobiernos deberán seguir respondiendo de las garantías comprometidas antes del rescate. Por ejemplo, Portugal sigue siendo un avalista de las emisiones realizadas por el FEEF hasta que este país solicitó una ayuda financiera en abril de 2011.

¹⁸ Moody's y Fitch otorgan una calificación AAA a Alemania, Francia, Países Bajos, Austria, Finlandia y Luxemburgo. Standard & Poor's, tras la rebaja de *rating* de Francia y Austria, sólo otorga el AAA a Alemania, Países Bajos, Finlandia y Luxemburgo.

Sobre el autor

Ignacio Fernández Pérez, analista responsable de la zona euro, Banc Sabadell.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en este documento corresponden exclusivamente a su autor. ODF no se identifica necesariamente con estas opiniones.

© Fundació Privada Institut d'Estudis Financers.
Reservados todos los derechos.

Otras publicaciones de ODF

mar-12	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic-11	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo
dic-11	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Altuna Olga del Orden Olasagasti
oct-11	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat Salvat
jun-11	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado Coll
may-11	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent Meca
mar-11	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk Serrat
dic-10	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov-10	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct-10	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà i Vallsquer
jun-10	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella Anguera
mar-10	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb-10	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez-Salinas
feb-10	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent Canaleta
ene-10	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene-10	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent Canaleta
nov-09	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica