

**La integración financiera y el nuevo sistema de gobernanza
de la Unión Económica y Monetaria**

*Financial integration and the new governance system
of the Economic and Monetary Union*

María Concepción SAAVEDRA SERRANO

Universidad Europea (España)
mariaconcepcion.saavedra@universidadeuropea.es

Recepción: Agosto 2016
Aceptación: Octubre 2016

RESUMEN

El proceso de integración financiera europea, impulsado por el Plan de Acción para Servicios Financieros y la introducción del euro, se ha ralentizado por la reciente crisis de la eurozona. Dicha crisis ha revelado la existencia de deficiencias en el sistema de gobernanza económica y financiera de la Unión Económica y Monetaria. Para superar dichas deficiencias y estimular la integración financiera, actualmente, la Unión Europea está llevando a cabo importantes iniciativas, como la Unión Bancaria Europea y la Unión de los Mercados de Capitales. En este artículo se analiza el marco regulador de la integración financiera y el nuevo sistema de gobernanza de la Unión Económica y Monetaria, derivados de las grandes reformas emprendidas a la luz de la crisis de deuda soberana en la eurozona.

Palabras clave: Crisis de deuda soberana, Integración financiera europea, Sistema de gobernanza de la Unión Económica y Monetaria.

Clasificación JEL: F36, G01, G28.

ABSTRACT

The process of European financial integration, which was driven by the Financial Services Action Plan and the introduction of the euro, has slowed down owing the recent crisis in the Eurozone. This crisis has revealed the existence of deficiencies in the economic and financial governance system of the Economic and Monetary Union. To overcome these deficiencies and stimulate the financial integration, the European Union is currently carrying out significant initiatives, such as the European Banking Union and the Capital Markets Union. This article analyzes the regulatory framework of financial integration and the new governance system of the Economic and Monetary Union, deriving from the major reforms undertaken in light of the sovereign debt crisis in the Eurozone.

Keywords: Sovereign debt crisis, European financial integration, Governance system of the Economic and Monetary Union.

Clasificación JEL: F36, G01, G28.



1. INTRODUCCIÓN

El proceso de integración financiera en la Unión Europea (UE), iniciado a partir de la entrada en vigor, el 1 de julio de 1990, de la Directiva 88/361/CEE de libre circulación de capitales e impulsado por el Plan de Acción para Servicios Financieros y la introducción del euro, se ha visto obstaculizado por la reciente crisis de deuda soberana de la eurozona, la cual ha puesto de manifiesto la existencia de deficiencias en el sistema de gobernanza económica y financiera de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Para superar dichas deficiencias y evitar futuras crisis, así como para estimular la integración de los sistemas financieros europeos, se están llevando a cabo importantes iniciativas de reforma institucional y legislativa en el ámbito de la UE, entre las que cabe destacar: la Unión Bancaria Europea y la Unión de los Mercados de Capitales.

Por una parte, la Unión Bancaria, basada en tres pilares (Mecanismo Único de Supervisión, Mecanismo Único de Resolución y un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos), supone un gran paso en la profundización de la integración financiera, la cual es necesaria para alcanzar el objetivo de completar la UEM, aprobado en junio de 2015 por los Presidentes de las más altas instituciones europeas (Banco Central Europeo (BCE), Comisión Europea, Cumbre del Euro, Eurogrupo y Parlamento Europeo). Por otra parte, la integración de los mercados de capitales, además de ayudar a completar el mercado único y la integración de los mercados financieros, facilitará el acceso de las empresas, especialmente de las pequeñas y medianas, a la financiación no bancaria, lo que fomentará la inversión productiva, el crecimiento económico y la creación de empleo en la UE.

57

El objetivo de este artículo es analizar el marco general de la integración financiera europea y el nuevo sistema de gobernanza económica y financiera de la UEM, implementado como respuesta a los problemas derivados de la crisis de deuda soberana en la eurozona. Para ello, se aplica una metodología de análisis jurídico de tipo descriptivo de las iniciativas de la UE dirigidas a estimular la integración financiera, siguiendo un orden cronológico, desde la entrada en vigor en 1990 de la Directiva de libre circulación de capitales hasta la actualidad, destacando el papel desempeñado por el BCE en su apoyo constante al sistema financiero europeo durante la reciente crisis.

En los siguientes apartados de este trabajo, en primer lugar, se revisa brevemente la literatura, a través de la cual se ofrece una definición de integración financiera en el contexto de la UEM, y, en segundo lugar, se describe el marco normativo de la integración financiera en la UE. A continuación, se analizan las primeras actuaciones de la UE al

comienzo de la crisis, así como el marco regulador del actual sistema de gobernanza económica y financiera de la UEM, derivado de las grandes reformas emprendidas a la luz de dicha crisis. Finalmente, en el último apartado, se describen unas conclusiones finales.

2. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA

En el contexto de la UEM, Baele et al. (2004:6) presentan un marco metodológico para evaluar el grado de integración de los mercados financieros en la eurozona sobre la base de una definición precisa de integración financiera. Según los autores, un mercado financiero integrado es aquel en el que todos sus participantes potenciales, con las mismas características relevantes y sujetos a un mismo conjunto de reglas, tienen igual acceso a sus instrumentos o servicios y reciben el mismo trato cuando operan en el mercado. Dicha definición estaría vinculada a la ley del precio único¹.

Por otra parte, Heinemann y Jopp (2002:12-13) señalan los beneficios potenciales de una mayor integración de los mercados financieros en la UE, entre los que destacan: el ahorro de costes, derivado de economías de escala y de alcance; ventajas para los prestatarios al reducirse los tipos de interés; rendimientos más altos por la diversificación de las carteras a nivel europeo; una gama más amplia de productos financieros para los inversores; mayor crecimiento económico; mayor protagonismo del euro en los mercados internacionales y los beneficios que ello conllevaría; menores primas de liquidez y costes de transacción más bajos.

Además, habría que considerar otros beneficios de la integración financiera inherentes al proceso de la UEM, ya que la misma es un factor clave en la consecución del objetivo de la realización del mercado único europeo, promoviendo la estabilidad financiera y facilitando, con ello, la correcta transmisión de la política monetaria del BCE a la economía real. Asimismo, la integración financiera favorece el buen funcionamiento del área única de pagos en la UE, aumentando la eficiencia de los sistemas de compensación y liquidación de valores de la eurozona (ECB, 2016:4).

Lane (2008:12) resalta que el euro ha incrementado la integración transfronteriza y que ésta ha estimulado el desarrollo de los mercados financieros en la eurozona. Desde otro enfoque, De Grauwe (2012:235-238) destaca la gran importancia de la integración de los mercados financieros para el buen funcionamiento de la UEM, ya que puede ser un mecanismo de seguro, facilitando diversos canales de distribución del riesgo y facilitando el ajuste de las economías de los países de la eurozona ante *shocks* asimétricos.



El establecimiento de un espacio financiero europeo se enmarca en el objetivo de la creación del mercado único europeo contemplado en el Acta Única Europea², la cual tenía como fin último la reactivación de la integración económica europea. Sin embargo, la integración financiera se inició en la UE a partir de la entrada en vigor de la Directiva 88/361/CEE de libre circulación de capitales, el 1 de julio de 1990, coincidiendo con el comienzo de la primera etapa de la UEM³. Dicha Directiva obligaba a los Estados miembros a suprimir las restricciones a los movimientos de capitales, coordinar las políticas monetarias y adherirse al Sistema Monetario Europeo. Además, hubo otras directivas⁴ que inicialmente impulsaron la integración de los mercados financieros europeos (recuadro 1).

Recuadro 1. Directivas impulsoras de la integración de los mercados financieros europeos

- Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios en el ámbito de los valores negociables, la cual entró en vigor el 1 de enero de 1996 e introducía el “pasaporte único”, que suponía la libre prestación de servicios de inversión, el derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados para las empresas de inversión y bancos autorizados.
- Directiva 93/6/CEE sobre la adecuación del capital, en la que quedaban fijados los capitales mínimos iniciales y los fondos propios de cobertura de riesgos de ambos tipos de entidades, empresas de inversión y bancos autorizados.
- Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

59

El Consejo Europeo de Cardiff de junio de 1998 pidió a la Comisión que elaborara un marco de actuación para mejorar el mercado único de servicios financieros. En base a dicho marco, el Consejo Europeo de Viena, celebrado en diciembre de ese año, solicitó a la Comisión que preparara un plan de trabajo concreto y urgente, subrayando la importancia del sector de servicios financieros como motor del crecimiento económico y la creación de empleo, así como para superar los retos derivados de la introducción de la moneda única. El Plan de Acción para Servicios Financieros (PASF)⁵, publicado por la Comisión en mayo de 1999 y refrendado por el Consejo Europeo de Colonia en junio del mismo año, pretendía avanzar en la integración de los servicios financieros de la UE para la consecución de un mercado único financiero. Dicho Consejo Europeo acordó que el PASF debía desarrollarse sobre la base de las deliberaciones de un grupo compuesto por representantes de los

ministros de finanzas de los Estados miembros y del BCE, bajo la presidencia de la Comisión, el cual fue denominado “Grupo de Política de Servicios Financieros”.

Además del objetivo de acelerar la aprobación de las iniciativas propuestas con anterioridad, como la propuesta de Directiva sobre el saneamiento y liquidación de las entidades de crédito y de las empresas de seguros, y la propuesta de Directiva sobre oferta pública de adquisición de acciones y el Estatuto de la sociedad europea, el PASF contemplaba nuevas prioridades agrupadas en tres objetivos estratégicos, un calendario de medidas específicas para lograr el mercado financiero único y los mecanismos que podían contribuir a su realización. Dichos mecanismos incluían: la actualización de prioridades intersectoriales, la selección de las mejores técnicas disponibles y una rápida aplicación de las soluciones acordadas. Los objetivos estratégicos estaban referidos a la implantación en la UE de un mercado único de los servicios financieros al por mayor, unos mercados minoristas abiertos y seguros, así como el refuerzo de las normas de supervisión cautelar.

60

En marzo de 2000, el Consejo Europeo de Lisboa acordó llevar a cabo una estrategia que reforzara el empleo, la reforma económica y la cohesión social, como parte de una economía basada en el conocimiento (Estrategia de Lisboa)⁶. En dicha estrategia, se reconocía el papel fundamental de unos mercados financieros eficaces y transparentes en el crecimiento y el empleo, determinándose que se debían adoptar medidas, como un calendario riguroso, para garantizar que el PASF se pusiera en práctica a más tardar en 2005, con el fin de acelerar la realización del mercado interior de los servicios financieros. En ese mismo año se aprobó la Directiva 2000/12/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que sustituyó a las directivas bancarias anteriores y pretendía ser un instrumento esencial para la consecución del mercado interior, favoreciendo la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios en el sector bancario.

En julio de 2000, el Consejo de ministros de economía y finanzas (Consejo ECOFIN) decidió que se debía crear un Comité de Sabios para reforzar el marco europeo de regulación y supervisión del mercado de valores mobiliarios. El Consejo Europeo de Estocolmo, en marzo de 2001, aprobó el informe⁷ final del Comité de Sabios presidido por Alexandre Lamfalussy, en el que se proponía una reforma en la adopción de la legislación basada en un proceso en cuatro niveles, así como el establecimiento de dos comités⁸ que debían asistir a la Comisión: el Comité Europeo de Valores en asesoramiento técnico y el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores en regulación y supervisión.



En 2002, el Parlamento Europeo propuso que el proceso legislativo Lamfalussy se extendiera al sector bancario y a los seguros y fondos de pensiones. Posteriormente, se crearon los comités⁹ consultivos o de nivel 2 (Comité Bancario Europeo y Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación), así como los comités de supervisión o de nivel 3 (Comité de Supervisores Bancarios Europeos y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación).

Mediante este proceso legislativo en cuatro niveles se adoptaron nuevas directivas y se modificaron las ya existentes. En el ámbito de los mercados de valores se aprobaron cuatro importantes directivas marco¹⁰ (recuadro 2). Además, en el área de la previsión social se aprobó la Directiva 2003/41/CE¹¹ sobre los requisitos mínimos para la actividad y la supervisión prudencial de los fondos de pensiones de empleo.

Recuadro 2. Directivas marco de los mercados de valores según el proceso Lamfalussy

- Directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado.
- Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.
- Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.
- Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros o MiFID, en sus siglas en inglés (*Markets in Financial Instruments Directive*).

61

En diciembre de 2005, coincidiendo con la revisión de la Estrategia de Lisboa, la Comisión publicó el Libro Blanco¹² “Política de los servicios financieros 2005-2010”, en el que tuvo en cuenta el informe sobre la integración financiera del Comité de servicios financieros, las conclusiones del Consejo ECOFIN del 11 de octubre de 2005 y el informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo sobre el estado actual de la integración de los mercados financieros de la UE. Los objetivos de dicho Libro Blanco eran: consolidar los progresos alcanzados a través del PASF, finalizar las acciones en curso,

reforzar la cooperación y la convergencia en materia de control, así como eliminar los obstáculos a la integración.

Por otra parte, ya estaban en marcha algunas iniciativas legislativas en algunos segmentos financieros. En banca minorista, la UE ya estaba trabajando en varias propuestas para la integración del mercado de crédito hipotecario, así como para poner en marcha la Directiva relativa a los servicios de pago que facilitara el establecimiento de una zona única de pagos en euros o SEPA, en sus siglas en inglés (*Single Euro Payment Area*), para 2010. En 2007 se adoptó la Directiva sobre servicios de pagos en el mercado interior (Directiva 2007/64/CE)¹³.

En cuanto a los seguros, se debía revisar la normativa sobre solvencia y la supervisión a nivel europeo en el sector de los seguros, introduciendo cálculos basados en el riesgo para el establecimiento de los requisitos de solvencia de las entidades de seguro, mejorando la armonización en el cálculo de las provisiones técnicas y fomentando la convergencia de la supervisión. Además, se tenía que reformar parcialmente las Directivas bancarias y de seguros, en cuanto a la definición de criterios cautelares comunes, y en lo referente a los mercados de valores, se debía conseguir que las operaciones transfronterizas de compensación y liquidación de valores fueran más eficaces, seguras y económicas.

62

Por último, se plantearon propuestas sobre fondos de inversión, servicios financieros al por menor y la intermediación en el mercado del crédito. Ya estaban muy avanzados los trabajos realizados para garantizar una aplicación homogénea de la normativa sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios o UCITS, en sus siglas en inglés (*undertakings for collective investment in transferable securities*) en lo que respecta a la utilización de un pasaporte, los límites de inversión y una transposición más uniforme. Además, se debía suprimir los obstáculos para la apertura de una cuenta transfronteriza bancaria, ampliar las opciones para los consumidores y reforzar la competencia entre las entidades prestadoras de servicios, así como estudiar más en profundidad el sector de los intermediarios de crédito. A partir de dichas iniciativas se adoptaron dos Directivas sobre requisitos de capital¹⁴.

En 2007, la Comisión propuso¹⁵ la revisión del proceso legislativo Lamfalussy con el propósito de que aumentara la transparencia en materia de transposición de la normativa europea en la legislación nacional y el reforzamiento de los Comités de nivel 3, para que los mismos contribuyeran a la aplicación coherente de las directivas europeas en los Estados miembros y garantizaran la convergencia y cooperación en las prácticas de supervisión de las autoridades nacionales. Tras dicha revisión, los Comités de nivel 3 fueron creados como grupos consultivos independientes¹⁶.



3. LAS PRIMERAS ACTUACIONES DE LA UNIÓN EUROPEA DURANTE LA CRISIS

Desde que comenzara la crisis financiera global, en agosto de 2007, las tensiones en los mercados monetarios provocaron graves problemas de liquidez y, más tarde, de solvencia en el sector financiero europeo. En el otoño de 2007, los gobiernos de los países de la eurozona aplicaron medidas *ad hoc* para ayudar a entidades con problemas de liquidez o solvencia y más tarde, cuando el riesgo sistémico se veía más próximo en septiembre de 2008, intervinieron con planes coordinados, tanto nacionales como a nivel de la UE.

A finales de 2007, la Comisión publicó el Libro Blanco¹⁷ “sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE”, cuyo objetivo era hacerlos más competitivos y eficientes. En el marco de dicho Libro Blanco se llevaron a cabo diversas actuaciones de 2008 a 2010, como la creación de un grupo de expertos sobre historiales de crédito y la publicación de estudios sobre las actividades de las instituciones que otorgan contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial, los productos de movilización de capital (*equity release*), las ventas vinculadas y otras prácticas desleales en relación con los créditos, la necesidad y justificación de las restricciones en los tipos de interés, en cuanto a sus efectos sobre el mercado interior. En 2014, se aprobó la Directiva¹⁸ 2014/17/UE sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, con la que se pretendía abordar los problemas de los mercados hipotecarios en relación a la irresponsabilidad en la concesión y contratación de préstamos antes y durante la crisis, así como evitar el endeudamiento excesivo de los hogares.

63

El 5 de junio de 2008, el Parlamento Europeo emitió una Resolución favorable sobre el Libro Verde¹⁹ publicado por la Comisión en abril de 2007, relativo a los servicios financieros al por menor -bancarios, seguros y pensiones- en el mercado único, y cuyo objetivo era aumentar el conocimiento de los problemas de los consumidores y de las empresas en este tipo de servicios. Después, se aprobaron varias directivas²⁰ sobre créditos al consumo y protección de los consumidores de servicios bancarios y de inversión.

Por otra parte, el Consejo ECOFIN, celebrado el 7 de octubre de 2008, acordó el apoyo a los organismos financieros sistémicos y definió unos principios comunes de acción²¹ para restablecer la confianza y el adecuado funcionamiento del sistema financiero. Estas nuevas medidas de apoyo al sistema bancario serían de carácter temporal, a nivel nacional y en un marco coordinado. El 12 de octubre, el Eurogrupo adoptó un “plan de acción concertada”²², cuyo fin era estabilizar el sistema financiero de la UE, que incluía la recapitalización de las

entidades financieras en dificultades a través de fondos públicos nacionales, la prestación de garantías a los préstamos interbancarios y a las nuevas emisiones de deuda bancarias, adquisiciones de activos de estas entidades y el aumento de la cobertura de los sistemas nacionales de garantía de los depósitos. El 16 de octubre, el Consejo Europeo, reafirmó su compromiso de adoptar medidas para preservar la estabilidad del sistema financiero, apoyando a las entidades financieras de importancia sistémica, evitar las quiebras y garantizar la protección de los depósitos de los ahorradores.

En ese mismo mes de octubre, la Comisión publicó dos importantes Comunicaciones²³. La primera de ellas hace referencia a la aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la crisis financiera mundial. La segunda plantea tres áreas de actuación para superar la crisis: i) una nueva arquitectura de los mercados financieros a nivel de la UE; ii) hacer frente al impacto sobre la economía real a través de un marco para la recuperación; iii) una respuesta global a la crisis financiera. En noviembre de 2008, la Comisión presentó “Un Plan Europeo de Recuperación Económica”²⁴, cuyo objetivo era ayudar a Europa a salir de la crisis. Dicho plan se basaba en dos tipos de medidas, unas orientadas al corto plazo para impulsar la demanda, salvar el empleo y restablecer la confianza, y otras basadas en la “inversión inteligente”, con el fin último de promover un crecimiento económico sostenido a largo plazo. Dicho plan fue aprobado por el Consejo Europeo de 11 y 12 de diciembre de 2008.

64

El 25 de febrero de 2009, el Grupo de Alto Nivel presidido por Jacques de Larosière (Grupo de Larosière), presentó un informe²⁵, en el que, además de exponer exhaustivamente las causas de la crisis, se recomiendan reformas en la regulación financiera, en las políticas económicas y en el marco de supervisión del sector financiero, cuyo fin era reducir el riesgo y la gravedad de futuras crisis financieras.

En base a dicho informe, la Comisión presentó en mayo de 2009 una iniciativa de reforma del marco de supervisión financiera europea²⁶, a partir de la cual se creó el Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Dicho sistema se compone de: un organismo de supervisión macroprudencial (Junta Europea de Riesgo Sistémico) y tres Autoridades Europeas de Supervisión a nivel micropudencial (Autoridad Bancaria Europea o EBA, en sus siglas en inglés (*European Banking Authority*); Autoridad Europea de Valores y Mercados o ESMA, en sus siglas en inglés (*European Securities and Markets Authority*); y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación o EIOPA, en sus siglas en inglés (*European Insurance Occupational Pensions Authority*)). Dichas Autoridades sustituyeron a los Comités de supervisión Lamfalussy de nivel 3. Además, el Comité Mixto de las Autoridades y las autoridades de supervisión de los Estados miembros reforzarían la supervisión del sistema financiero de la UE.



Asimismo, al BCE se le dio un papel más activo en el nuevo marco de supervisión, en virtud del Reglamento (UE) nº 1096/2010 del Consejo, por el que se encomienda al BCE una serie de tareas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (el BCE asume las funciones de Secretaría, con el fin de proporcionarle apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico). La Junta Europea de Riesgo Sistémico debe evaluar de forma continua la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, mientras que las Autoridades Europeas de Supervisión tienen que elaborar normas técnicas, tratar de garantizar la aplicación coherente del Derecho de la UE y resolver discrepancias entre supervisores.

El Sistema Europeo de Supervisión Financiera, que entró en vigor el 1 de enero de 2011, ha sido reformado posteriormente a partir de la iniciativa adoptada por el Consejo Europeo de junio de 2012 de crear una Unión Bancaria. Asimismo, la Comisión preveía establecer un marco para la armonización de los regímenes de insolvencia bancaria a medio plazo y un marco integrado para la resolución de las crisis en grupos transfronterizos a más largo plazo, además de revisar el Reglamento que regula la Autoridad Bancaria Europea.

En el ámbito de los seguros, se aprobó en 2009 la Directiva 2009/138/CE (Solvencia II)²⁷, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio, la cual tiene una estructura similar a Basilea II en el sector bancario, basada en tres pilares: Pilar 1 sobre requisitos de solvencia (fondos propios, inversiones y provisiones técnicas), Pilar 2 sobre requisitos de gobernanza y supervisión y Pilar 3 sobre requisitos de información y transparencia.

65

En 2010, el Consejo ECOFIN señaló la importancia de desarrollar y aplicar un enfoque integrado para la prevención, gestión y resolución de las crisis. El Consejo Europeo, en febrero y marzo de 2010, decidió que se debía ayudar financieramente a Grecia. El 2 de mayo de 2010, unos días después de que Grecia pidiera el rescate (el 23 de abril), el Eurogrupo, compuesto por los Ministros de finanzas de los Estados miembros de la eurozona, acordó el plan de ayuda financiera para este país, en coordinación con el Fondo Monetario Internacional (FMI), por importe total de 110.000 millones de euros. Dicho rescate marcó el comienzo de la crisis de la eurozona, ya que la desconfianza de los inversores hacia las emisiones de la deuda soberana griega se extendió después a las de otros países del área, como Irlanda en noviembre de ese mismo año y Portugal en 2011, tras sus respectivas peticiones de rescate a la UE. Asimismo, en 2011 se trasladaron las tensiones a los mercados de deuda pública de España e Italia.

Con el fin de ayudar financieramente a los países en dificultades y salvaguardar la estabilidad financiera europea, el 7 de mayo de 2010, los Jefes de Estado o de Gobierno de

la zona del euro, además de aprobar el plan de ayuda a Grecia acordado anteriormente por el Eurogrupo, tomó la decisión de crear dos mecanismos de ayuda financiera de carácter temporal: la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) para los países de la eurozona y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) para los Estados miembros de la UE. Estos mecanismos, junto con el FMI, proporcionaron asistencia financiera a Grecia, Irlanda y Portugal.

El MEEF se constituyó, en virtud del Reglamento²⁸ (UE) n° 407/2010, con la garantía de los recursos del presupuesto de la UE y podía articularse a través de préstamos o de líneas de crédito, previa solicitud del Estado miembro. Una vez decidía el Consejo otorgar la ayuda, se evaluaban sus necesidades financieras, así como un programa de reajuste económico y financiero. La Comisión Europea era la encargada de gestionar dicha ayuda, teniendo ésta capacidad para obtener financiación en los mercados de capitales. El MEEF era compatible con el programa de ayuda financiera a la balanza de pagos a medio plazo para los Estados miembros de la UE que no habían adoptado el euro, con la ayuda de liquidez de emergencia del BCE y con otras ayudas exteriores, como la procedente del FMI.

66

En cuanto a la FEEF, ésta se creó como sociedad anónima por los Estados miembros de la zona del euro, sobre una base intergubernamental, y sus préstamos se financiaban mediante la emisión de deuda garantizada por ellos mismos. Los préstamos, tanto del MEEF como de la FEEF, estaban sometidos a condiciones estrictas en el marco de los programas conjuntos de asistencia financiera de la UE y el FMI. Sin embargo, en julio de 2011, los Jefes de Estado o de Gobierno de la eurozona acordaron flexibilizar las condiciones de la asistencia de la FEEF, admitiendo la posibilidad de que un país de dicha zona pudiera acceder a este tipo de ayuda, previa solicitud al Eurogrupo, sin que por ello estuviera obligado a entrar en un programa de asistencia financiera con condiciones.

Otras iniciativas reformistas del marco legislativo del sistema financiero fueron presentadas en una propuesta publicada por la Comisión²⁹ en 2010: “Regulación de los servicios financieros para un crecimiento sostenible”. El propósito de estas reformas era establecer un sistema financiero más seguro, transparente y responsable que favoreciera el crecimiento económico sostenible, en sintonía con la Estrategia “Europa 2020”³⁰. En virtud de dicha propuesta, se desarrollaron y adoptaron nuevas medidas legislativas en el ámbito de la negociación, compensación y liquidación de valores, así como en otras áreas del sector financiero, tales como los mercados de derivados y las agencias de calificación crediticia.

Además, se revisaron algunas normas anteriores, como la MiFID (Directiva 2004/39/CE), porque, según la Comisión Europea, además de haber mostrado deficiencias en la crisis



financiera, el desarrollo de la innovación y de la complejidad de los instrumentos financieros requerían una mayor protección del inversor, lo que se debía reflejar en una nueva normativa. Con esta revisión legislativa se pretendía establecer unas estructuras de mercado más sólidas y eficientes. La MiFID regula la negociación de valores desde su entrada en vigor en noviembre de 2007 hasta su derogación el 3 de enero de 2017, fecha en la que comenzará a ser efectiva la nueva MiFID o MiFID II (Directiva 2014/65/UE), tras finalizar el plazo de transposición a las legislaciones nacionales el 3 de julio de 2016. La MiFID II, que es una refundición parcial de la anterior MiFID y de sus posteriores modificaciones, y el Reglamento (UE) n° 600/2014 formarán, desde su entrada en vigor, el marco legislativo regulador³¹ de los requisitos aplicables a las empresas de inversión, los mercados regulados, los proveedores de servicios de suministro de datos y las empresas de terceros países que presten servicios o realicen actividades de inversión en la Unión.

La liquidación de valores está regulada por el Reglamento³² (UE) n° 909/2014, cuyo propósito es aumentar la seguridad y la eficiencia en la liquidación de valores en la UE. Se trata de una norma común para toda la Unión en cuanto a la compensación y liquidación de valores y a las entidades responsables de dicha liquidación, los depositarios centrales de valores, cuyo fin es la creación de un mercado único para los servicios prestados por dichas entidades.

67

Por otra parte, el BCE aprobó en noviembre de 2011 el “Acuerdo Marco para desarrollar el proyecto TARGET2-Securities (T2S)”. El objetivo del proyecto era la creación de una plataforma única de liquidación de valores dentro del Eurosistema, con el fin último de generar economías de escala y reducir los costes de liquidación, igualándose las liquidaciones transfronterizas y las nacionales, en cuanto a su eficiencia. El sistema T2S está dirigido a los depositarios centrales de valores y, como estaba inicialmente previsto, ha entrado en funcionamiento en junio de 2015.

En el ámbito de los mercados de derivados se aprobaron³³: la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos o AIFMD, en sus siglas en inglés (*Alternative Investment Fund Managers Directive*), cuyo objetivo es establecer un mercado interior para dichos gestores y un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de sus actividades en el interior de la Unión, independientemente del lugar donde tengan su domicilio social; el Reglamento (UE) n° 236/2012 sobre las ventas en corto (que son ventas de un activo financiero que el inversor no posee, sino que lo compra a plazo cuando las expectativas son de una reducción en el precio del activo en el futuro) y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago o CDS, en sus siglas en inglés (*credit default swaps*), que tiene como objetivo establecer un marco reglamentario preventivo para circunstancias excepcionales, abordando de manera armonizada los riesgos potenciales

derivados de este tipo de operaciones; y el Reglamento (UE) n° 648/2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones o EMIR, en sus siglas en inglés (*European Market Infrastructure Regulation*), el cual pretende dar mayor seguridad y transparencia al mercado de derivados negociados en los mercados no regulados OTC (*over the counter*).

Las calificaciones emitidas por estas agencias sirven como referencia para la financiación y la valoración de riesgos de inversión de entidades de crédito y de seguros, organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones. La regulación de dichas agencias pretende mejorar la fiabilidad y la calidad de las valoraciones del riesgo de solvencia financiera - capacidad que tiene un emisor de deuda para hacer frente a sus obligaciones de pago- que emiten dichas agencias. Para una mayor independencia y calidad en sus valoraciones, se debe garantizar que sus actividades se rijan por los principios de transparencia, integridad, responsabilidad y buena gobernanza. Dichas actividades están reguladas por el Reglamento³⁴ (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia, cuya finalidad es proteger al inversor frente al riesgo de malas prácticas y contribuir a la estabilidad del sistema financiero de la UE. La Autoridad Europea de Valores y Mercados se encarga, desde el 1 de enero de 2011, del registro y de la supervisión de las agencias de calificación crediticia en la UE.

68

4. HACIA UNA MAYOR INTEGRACIÓN: EL NUEVO SISTEMA DE GOBERNANZA ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA UEM

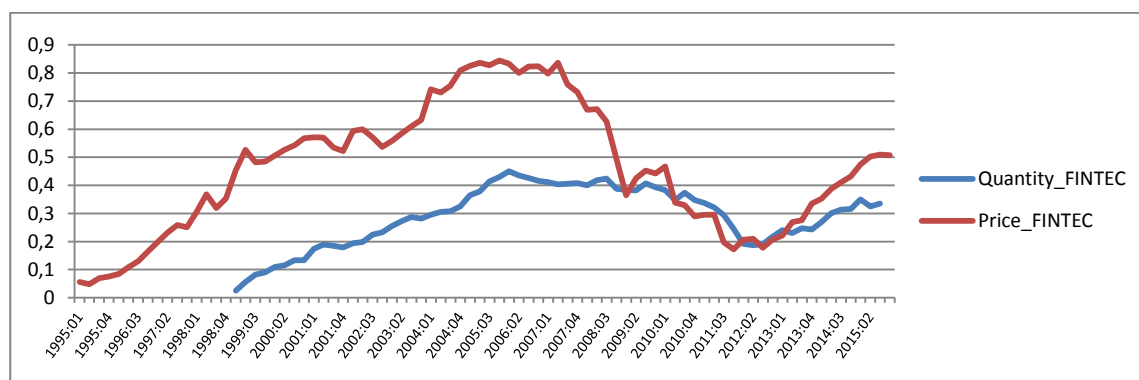
A partir de la definición de integración financiera de Baele et al. (2004:6), el BCE analiza los vínculos financieros entre países y regiones de la UE a través del examen de un conjunto de indicadores basados en precios y en cantidades de los principales segmentos de mercado (monetario, bonos corporativos y públicos, renta variable y sector bancario). Asimismo, el BCE elabora indicadores de las infraestructuras de los mercados financieros, así como indicadores sintéticos compuestos por los anteriores o FINTEC, en sus siglas en inglés (*Financial Integration Composite*), para analizar la evolución global de la integración financiera.

Como se aprecia en el gráfico 1, la integración financiera global se redujo durante los años de crisis (2007-2012) y se incrementó durante 2013 y 2014, debido tanto a la actuación del BCE con sus programas de compras de valores como a la iniciativa de crear la Unión Bancaria Europea. Sin embargo, a partir de 2015, el ritmo de crecimiento de la integración financiera se ha moderado como consecuencia del resurgimiento de las tensiones en los



mercados financieros, la ralentización del crecimiento de las economías de mercados emergentes y las incertidumbres económicas y políticas de los países de la eurozona.

Gráfico 1. *Evolución global de la integración financiera. Indicador FINTEC (1). 1995-2015*



(1) El indicador FINTEC basado en precios agrega 10 indicadores en el período que va desde el primer trimestre de 1995 al cuarto de 2015. El indicador FINTEC basado en cantidades agrega 5 indicadores desde el primer trimestre de 1999 hasta al tercero de 2015. El valor de estos indicadores está comprendido entre 0 (fragmentación total) y 1 (integración total) y sus incrementos expresan mayor integración financiera.

Fuente: BCE (*Financial Integration in Europe 2016*).

El sistema de gobernanza económica, inicialmente establecido para cumplir los objetivos del Tratado de la UE (TUE), es el conjunto de instituciones y procedimientos que gestionan la política económica de la eurozona y que deben garantizar el buen funcionamiento de la UEM. Este sistema se estructuró en cuatro pilares: i) la gobernanza monetaria, organizada en torno al BCE, como Banco Central independiente y responsable de la política monetaria única para los países de la eurozona, y cuyo objetivo principal es la estabilidad de precios; ii) la gobernanza fiscal, cuyas reglas se recogían en el TUE y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC); iii) la gobernanza de la política estructural; iv) la gobernanza internacional, referida a la política del tipo de cambio del euro y otras cuestiones monetarias y financieras relacionadas con el exterior. Sin embargo, la crisis puso de manifiesto la incapacidad del sistema de gobernanza de la UE para hacer frente a los problemas derivados de la misma (Calvo, 2013:96-100). En ese sentido, Caballero et al. (2011:130) resaltan la falta de previsión en la arquitectura de la gobernanza europea en cuanto al establecimiento de un mecanismo de gestión de crisis ante el riesgo de pérdida de estabilidad financiera en el conjunto de la eurozona. Asimismo, Calvo (2012:48) señala que la falta de una estructura institucional que permita superar una crisis puede tener efectos negativos para una unión monetaria.

Para llevar a cabo las reformas que necesitaba el sistema de gobernanza económica y financiera de la UE, el Consejo Europeo³⁵, de 25 y 26 de marzo de 2010 solicitó a su Presidente, Herman Van Rompuy, la creación de un grupo de trabajo, en colaboración con la Comisión Europea. Dicho grupo, denominado Grupo Especial sobre Gobernanza Económica, estaba formado por el propio Van Rompuy, representantes de los Estados miembros, la Presidencia rotatoria del Consejo y el BCE.

Durante el resto del año 2010 se presentaron y aprobaron iniciativas cruciales para la reforma del sistema de gobernanza económica en la eurozona. En este sentido, la Comisión Europea propuso una estrategia para reforzar la gobernanza económica en la UE en mayo, el Consejo Europeo del 17 de junio acordó la instauración del Semestre Europeo y adoptó la Estrategia “Europa 2020”, que contemplaba los objetivos presentados por el Consejo Europeo de marzo del mismo año. La Estrategia “Europa 2020”, se configuró como un marco estratégico de la UE para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador en los diez años siguientes.

70

El 30 de junio de 2010, la Comisión Europea, a partir de un informe provisional del Grupo Especial sobre Gobernanza Económica, presentó un conjunto de propuestas³⁶ para reforzar la coordinación de las políticas económicas, así como para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo en la UE. Las medidas basadas en dichas propuestas debían : i) dirigirse a corregir los desequilibrios mediante el reforzamiento de la supervisión macroeconómica, incluyendo mecanismos de alerta y sanción, fortalecer los marcos presupuestarios nacionales, introduciendo la planificación presupuestaria plurianual y reforzar el PEC; ii) establecer mecanismos eficaces para garantizar la correcta aplicación de las políticas económicas en el marco de los acuerdos de la UE, con medidas tanto preventivas como correctoras, e incluso establecer sanciones en caso de infracción; iii) permitir la coordinación *ex ante* entre los gobiernos de los Estados miembros y la UE, en el marco del Semestre Europeo, de las políticas presupuestarias y económicas, las reformas estructurales y las medidas impulsoras del crecimiento económico, de acuerdo con el PEC y la Estrategia “Europa 2020”.

Dada la gravedad de la crisis, el Consejo Europeo de 28 y 29 de octubre de 2010 declaró la necesidad de establecer un mecanismo permanente de gestión de dicha crisis en la eurozona y el 25 de marzo de 2011, el Eurogrupo acordó la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que sustituiría a los anteriores mecanismos de financiación temporales (MEEF y FEEF). La creación del MEDE requería una modificación del artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la UE, aprobándose para ello la Decisión³⁷ 2011/199/UE del Consejo Europeo, por la cual se autoriza a los Estados miembros a



establecer un mecanismo de estabilidad cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. Además, dicho Consejo Europeo refrendó el informe del Grupo Especial sobre Gobernanza Económica, el cual contenía una lista de prioridades, en base a las cuales la Comisión Europea desarrollaría las propuestas concretas que se aprobaron más adelante como un paquete de seis medidas legislativas³⁸ (Reglamentos (UE) n° 1173-1177/2011 y Directiva 2011/85/UE) o *six-pack*.

Con esta legislación se pretendía reforzar el marco europeo de supervisión presupuestaria, la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y las normas mínimas del marco presupuestario nacional de los Estados miembros. El aumento de los niveles de déficit y deuda públicos en la UE durante la crisis requería una profunda reforma de los dos componentes del PEC, preventivo y correctivo. El *six-pack* entró en vigor a finales de 2011 y su aplicación forma parte del proceso cíclico del Semestre Europeo actual. En virtud de este paquete legislativo se establecieron nuevos requisitos mínimos para los marcos presupuestarios nacionales, el procedimiento de desequilibrio macroeconómico y un nuevo sistema de sanciones.

Los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la eurozona firmaron en marzo de 2011 el Pacto por el Euro Plus³⁹ como acuerdo intergubernamental, cuyo fin era reforzar el pilar económico de la UEM. Dicho Pacto consiste en un programa de reformas complementario en cuanto a empleo, competitividad, estabilidad financiera y consolidación fiscal, contemplado en los programas nacionales de reformas y las políticas nacionales de estabilidad sobre las políticas presupuestarias, o de convergencia si se trata de un Estado miembro no integrado en la eurozona, en el marco del Semestre Europeo.

Por otra parte, en base al Acta del Mercado Único aprobado en 2011, la Comisión Europea presentó dos nuevas propuestas⁴⁰ sobre emprendimiento social y un plan de acción para la mejora del acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas a través de los mercados. En el marco de dichas iniciativas se aprobaron: la Directiva 2012/17/UE sobre la interconexión de los registros centrales, mercantiles y de sociedades, por la cual se facilita el acceso a la información en el mercado interior de las pequeñas y medianas empresas; y los Reglamentos (UE) n° 345/2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos y n° 346/2013 sobre los fondos de emprendimiento social europeos. Mediante estos Reglamentos, se ha establecido un pasaporte europeo para los fondos de inversión orientados a las pequeñas y medianas empresas no cotizadas y las empresas sociales. Además, la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones (BEI) han desarrollado una iniciativa para ampliar los instrumentos de riesgo compartido entre la Comisión Europea, el BEI y el Fondo Europeo de Inversiones, con el apoyo de los Fondos Estructurales y los Fondos de Inversión europeos.

El 2 de febrero de 2012 se firmó el Tratado Constitutivo del MEDE mediante un acuerdo intergubernamental y, aunque en principio su entrada en vigor estaba prevista para cuando acabara de funcionar la FEEF, a finales de junio de 2013, finalmente se adelantó a octubre de 2012, debido a los problemas financieros que estaban padeciendo en esos momentos los países periféricos de la eurozona, dada la brusca subida de su prima de riesgo de deuda soberana en los mercados y por el temor de contagio a otros países europeos.

El 2 de marzo de 2012, el Consejo Europeo firmó el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, en vigor desde enero de 2013, cuyo fin es reforzar el pilar económico de la UEM mediante la adopción de un conjunto de normas destinadas a promover la disciplina presupuestaria a través del Pacto Presupuestario o Fiscal, el fortalecimiento de la coordinación de las políticas económicas y la mejora de la gobernanza de la eurozona. El Pacto Fiscal estableció “la regla de oro” del equilibrio presupuestario, mediante la cual, la situación presupuestaria de las administraciones públicas de cada Estado miembro que haya suscrito el Tratado, será de equilibrio o de superávit, con un límite del déficit estructural⁴¹ del 0,5 % del PIB, o el 1% del PIB en el caso de que la ratio deuda pública/PIB fuera inferior al 60% y los riesgos de sostenibilidad a largo plazo fueran bajos. Dicha regla debe ser introducida obligatoriamente en las legislaciones nacionales de todos los Estados miembros pertenecientes a la eurozona que lo hayan ratificado. Además, solamente se otorgará asistencia financiera del MEDE a los Estados miembros que hayan firmado el Pacto Fiscal.

72

El 30 de marzo de 2012, el Eurogrupo acordó una serie de medidas que permitieron ampliar la capacidad de financiación del MEDE. El fondo de rescate del MEDE que se había fijado al principio en 500.000 millones, se amplió a 700.000 millones de euros. Este mecanismo ha ofrecido ayuda financiera a España para la recapitalización de su sistema bancario, a Chipre para apoyar la aplicación de su programa de ajuste macroeconómico y, más recientemente, a Grecia.

En junio de 2012, la Comisión presentó nuevas propuestas para mejorar la gobernanza financiera y económica en la eurozona: una propuesta de Directiva por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión; y una Comunicación⁴² sobre cómo mejorar la gobernanza del mercado único”, en la que se manifiesta la necesidad de mejorar el modelo económico de la UE que permita restablecer la competitividad. Para ello, se requiere el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas y llevar a cabo las reformas estructurales e inversiones necesarias, lo que estaría en consonancia con las conclusiones del Consejo Europeo de marzo de 2012. En dicha Comunicación se presentaron nuevas medidas para reforzar la consecución del mercado



único, pidiéndose mayor esfuerzo en aquellos sectores con mayor potencial de crecimiento, como los servicios de intermediación financiera y las redes.

El 26 de junio de 2012, el entonces Presidente del Consejo Europeo, Van Rompuy, en colaboración con los Presidentes de la Comisión Europea, el Eurogrupo y el BCE, presentó el informe⁴³ “Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria”, en el que se proponía una visión de futuro para una UEM próspera y estable, sustentada en cuatro pilares: 1) un marco financiero integrado garante de la estabilidad financiera en la eurozona y que reduzca el coste de las quiebras bancarias, elevándose la responsabilidad de la supervisión a nivel europeo (este primer pilar inspiró la iniciativa de la creación de la Unión Bancaria Europea, aprobada en el Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012); 2) un marco presupuestario integrado que avale unas políticas presupuestarias nacionales coordinadas a nivel europeo y medidas tendentes a la emisión de deuda común; 3) un marco de política económica integrado que disponga de mecanismos que garanticen políticas, tanto a nivel nacional como a nivel europeo, que promuevan el crecimiento, el empleo y la competitividad sostenibles y que sean compatibles con un óptimo funcionamiento de la UEM; 4) garantizar la legitimidad democrática y la responsabilidad de la toma de decisiones en la UEM, basadas en el ejercicio común de la soberanía en las políticas y el principio de solidaridad.

73

En diciembre de 2012, Van Rompuy presentó una hoja de ruta para la consecución de una auténtica UEM, de acuerdo a los objetivos del informe presentado en junio de ese mismo año y considerando las propuestas de la Comisión Europea en su Comunicación⁴⁴ “Un Plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica—Apertura de un debate europeo”. Dicha hoja de ruta proponía un proceso en tres etapas y un calendario para seguir avanzando en la realización de la UEM.

En marzo de 2013, la Comisión Europea presentó dos importantes propuestas⁴⁵ sobre gobernanza económica: una relativa a la introducción de un instrumento de convergencia y competitividad y la otra referente a la coordinación *ex ante* de los planes de las grandes reformas de política económica. A partir de dichas propuestas, el Consejo y el Parlamento Europeo aprobaron un nuevo paquete legislativo, el *two-pack*⁴⁶ (Reglamentos (UE): n° 472/2013 y n° 473/2013), que entró en vigor el 30 de mayo de 2013 y que regula un mecanismo de control de los presupuestos nacionales antes de ser aprobados —la Comisión Europea evalúa los anteproyectos de los presupuestos— y de vigilancia de la ejecución presupuestaria en países con un procedimiento de déficit excesivo abierto. La constitución de los Consejos fiscales de los Estados miembros de la UE, en virtud de los Reglamentos del *two-pack*, ha reforzado el papel de las autoridades nacionales en el marco de la gobernanza presupuestaria de la UE.

Con los dos paquetes legislativos, *six-pack* y *two-pack* y el Pacto Fiscal, el PEC ha quedado reforzado, instaurándose en la gobernanza económica y fiscal un sistema de vigilancia *ex ante* de los desequilibrios macroeconómicos y presupuestarios en el marco del Semestre Europeo.

En el Semestre Europeo, que es un proceso cíclico anual en el que están implicadas las más altas instituciones europeas, se coordinan las políticas económicas, presupuestarias y sociales, así como se analizan las reformas estructurales de los Estados miembros. Dicho proceso, que empezó a funcionar en el primer semestre de 2011, parte del Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento y del Informe sobre el Mecanismo de Alerta. En el primero se establecen las prioridades de la UE en cuanto a las políticas económicas y de reforma estructural necesarias para impulsar el crecimiento y empleo, según los objetivos de la Estrategia “Europa 2020”, mientras que en el segundo se evalúa económica y financieramente a cada país para detectar posibles desequilibrios macroeconómicos.

74

En cuanto al marco actual de la supervisión prudencial, además de los reglamentos que rigen el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (las tres Autoridades Europeas de Supervisión y la Junta Europea de Riesgo Sistémico) aprobado a finales de 2010 y sus posteriores modificaciones, está regulado por el paquete legislativo⁴⁷ CRR/CRD IV (*Capital Requirement Regulation* y *Capital Requirement Directive*), compuesto por la Directiva 2013/36/UE y el Reglamento (UE) n° 575/2013 sobre requerimientos de capital. Ambas normas constituyen conjuntamente el marco regulador del acceso a la actividad, el marco de supervisión y las disposiciones prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. El objetivo de esta legislación es fortalecer la regulación del sector bancario y la aplicación del acuerdo de Basilea III en el marco jurídico de la UE⁴⁸.

La función de supervisión encomendada al BCE tiene como objetivo la protección de la seguridad y solidez de las entidades de crédito, así como la estabilidad del sistema financiero bajo el principio de separación. Dicho principio supone la independencia de las funciones de supervisión y de política monetaria por parte del BCE, estando separados tanto los objetivos como los procesos de toma de decisiones y tareas, lo que incluye la separación organizativa y procedimental a nivel del Consejo de Gobierno. Para ello, el BCE adoptó en septiembre de 2014 la Decisión⁴⁹ BCE/2014/39, sobre la aplicación de la separación entre las funciones de política monetaria y de supervisión.

En octubre de 2014, el BCE publicó los resultados de las pruebas de resistencia (*stress-tests*) en términos de solvencia y el análisis de calidad de los activos o AQR, en sus siglas en inglés (*asset quality review*), de los ciento treinta bancos de mayor tamaño de la



eurozona, basados en sus balances de finales de 2013. Los *stress-tests* se han basado en el análisis de la ratio de capital ordinario de nivel 1 o CET1, en sus siglas en inglés (*common equity tier 1*) de cada entidad bancaria examinada. Dichas pruebas han sido efectuadas por los bancos participantes, el BCE y las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros, en cooperación con la Autoridad Bancaria Europea, bajo dos escenarios, uno de referencia o base, que tuvo en cuenta las previsiones de crecimiento de la Comisión Europea, y otro hipotético más adverso, diseñado por la Junta Europea de Riesgo Sistemático, para el período 2014-2016. El mínimo requerido de la ratio CET1 para el primer escenario era del 8% y para el segundo del 5,5%. Estas pruebas ofrecieron el marco de referencia para el inicio del primer pilar de la Unión Bancaria Europea, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), que entró en vigor el 4 de noviembre de 2014.

Las propuestas legislativas de la Comisión Europea sobre reestructuración y resolución de las entidades de crédito y las empresas de inversión se basaron en las recomendaciones del informe⁵⁰ que el Grupo de expertos de Alto Nivel, presidido por Erkki Liikanen, presentó el 2 de octubre de 2012. El marco normativo básico⁵¹ del segundo pilar de la Unión Bancaria Europea, el Mecanismo Único de Resolución (MUR), cuyo papel es el de afrontar nuevas quiebras bancarias, comprende: la Directiva 2014/59/UE, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y el Reglamento (UE) n° 806/2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión, en el marco del MUR, y de un Fondo Único de Resolución (FUR). Este fondo ha empezado a ser operativo a partir del 1 de enero de 2016.

75

La Cumbre del Euro de octubre de 2014 destacó la importancia de una coordinación más estrecha de las políticas económicas para garantizar un buen funcionamiento de la UEM y la Comisión Europea⁵² revisó el estado de la gobernanza económica en noviembre de 2014, evaluando positivamente la eficacia de las reformas introducidas a través de los Reglamentos recogidos en los dos paquetes legislativos, *six-pack* y *two-pack*, si bien subrayó la persistencia de desigualdades entre países en cuanto a esfuerzo en la consolidación fiscal, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y la aplicación de las recomendaciones propuestas por la Comisión para cada país, que fueron aprobadas en el mes de junio de 2015 por el Consejo Europeo en el marco del Semestre Europeo.

El informe⁵³ “Realizar la Unión Económica y Monetaria europea”, presentado el 22 de junio de 2015 por los Presidentes de la Comisión Europea, la Cumbre del Euro, el Eurogrupo, el BCE y el Parlamento Europeo, comúnmente denominado “informe de los cinco presidentes”, contempla un plan para reforzar la UEM de julio de 2015 a 2025. La comisión Europea presentó en octubre de 2015 un conjunto de medidas destinadas a la

completa realización de la UEM dentro de cada uno de los cuatro objetivos: Unión Económica, Unión financiera, Unión Presupuestaria y Unión Política.

El tercer pilar de la Unión Bancaria Europea será la creación de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD). Actualmente, existe un sistema armonizado de garantía de depósitos, regulado por la Directiva⁵⁴ 2014/49/UE y cuyo objetivo es mejorar la confianza del consumidor en la estabilidad financiera, favoreciendo a los depositantes un mejor acceso a los sistemas de garantía de depósitos nacionales. No obstante, una de las medidas acordadas en el “informe de los cinco presidentes” es el establecimiento de un SEGD. En este sentido, la Comisión Europea ha presentado una propuesta⁵⁵ para la consecución de dicho sistema a través de un proceso por etapas que se iniciaría en 2017 y finalizaría en 2024. En la primera etapa, funcionaría como un mecanismo de reaseguro a nivel europeo para los sistemas de garantía de depósitos nacionales, aunque se incluirían medidas cautelares para evitar problemas derivados del riesgo moral. En la segunda etapa, actuaría como un sistema de coaseguro. Finalmente, se llegaría a un auténtico SEGD en el año 2024.

76

Actualmente, uno de los objetivos prioritarios de la nueva Comisión Europea es el de alcanzar una “Unión de los Mercados de Capitales”⁵⁶, cuyo fin último es alcanzar una mayor integración de los mercados de capitales de los Estados miembros para reforzar las inversiones empresariales a largo plazo, y, con ello, impulsar el crecimiento económico y la creación de empleo en la UE. En concreto, la integración de los mercados de capitales facilitará el acceso de las empresas, especialmente las pequeñas y medianas, a la financiación no bancaria. Además, al ampliarse las fuentes de financiación, aumentaría la estabilidad del sistema financiero y la UE podrá ser un lugar más atractivo para la inversión extranjera. La construcción de la Unión de los Mercados de Capitales será fundamental para completar el mercado único y para el desarrollo e integración de los mercados financieros en la UE, lo que, a su vez, favorecerá el crecimiento y la competitividad a largo plazo (Nouy, 2015).

5. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN LA CRISIS

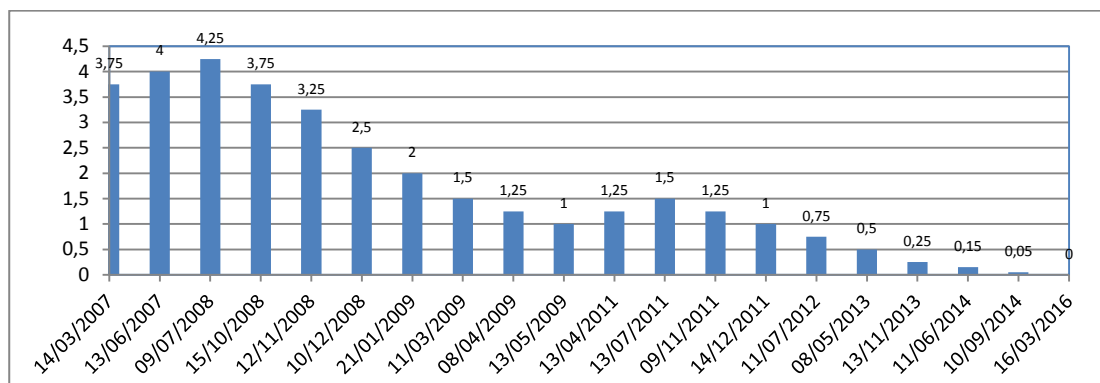
Al comienzo de la crisis en 2007, el BCE actuó rápidamente, al principio ofreciendo financiación a los bancos a plazo más largo o LTRO, en sus siglas en inglés (*Long Term Refinancing Operations*), a tres y seis meses, e inyectando liquidez mediante operaciones *swaps* en divisas, en estrecha colaboración con otros importantes bancos centrales, fundamentalmente con la Reserva Federal de Estados Unidos.



Antes de la intensificación de las tensiones en los mercados financieros con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el marco operativo de la política monetaria del BCE para la gestión de la liquidez en el Eurosistema se basó en tres elementos: la financiación del sector bancario mediante operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes, de depósito y marginal de crédito, y las exigencias de reservas. Las operaciones principales de financiación (OPF), dentro de la categoría de operaciones de mercado abierto, se llevaban a cabo mediante subastas con periodicidad semanal a tipo de interés variable a partir de un tipo mínimo de puja fijado por el BCE y con vencimiento de una semana. Para acceder a dicha financiación, las entidades bancarias debían ofrecer a cambio activos de garantía (BCE, 2009:86).

Los problemas derivados de la crisis financiera global complicaron la valoración que realiza el BCE sobre la orientación de la política monetaria hacia la estabilidad de precios, así como para su señalización y aplicación. No obstante, el enfoque general basado en dos pilares o tipos de análisis, monetario y económico, utilizado por el BCE en dicha valoración, le ha permitido tener en cuenta en la misma los efectos externos y las distorsiones producidas por la crisis (BCE, 2010a:71).

Gráfico 2. Tipos de interés de las OPF del BCE (%). 2007-2016



Fuente: BCE (*Statistical Data Warehouse*)

Para corregir estas perturbaciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y potenciar el crecimiento del crédito, dados los problemas de liquidez de los mercados monetarios, el BCE adoptó nuevas medidas de política monetaria, tanto convencionales como no convencionales. Entre las medidas convencionales, el BCE recortó sucesivamente sus tipos de interés de intervención a partir de octubre de 2008, aunque en 2011 los subió

ante las presiones inflacionistas derivadas del incremento de los precios de las materias primas, llegando a situarse el tipo de las OPF en el 0% en marzo de 2016 (gráfico 2).

A partir de octubre de 2008, el BCE modificó su marco operativo, asumiendo un papel destacado como intermediario en los mercados monetarios (BCE, 2009:94). Además de recortar sus tipos de interés de las OPF y de introducir las subastas a tipo fijo con adjudicación plena, al principio sólo en las operaciones principales de financiación y más adelante también en otras operaciones de mercado abierto, como las operaciones de financiación a plazo más largo, el BCE amplió temporalmente la lista de activos aceptados como garantía y estrechó la banda entre los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en torno al tipo de las OPF.

Durante 2009, el BCE aumentó aún más el vencimiento de sus operaciones de financiación a plazo más largo hasta un año y adoptó otras medidas no convencionales para apoyar a los mercados de activos, lanzando el 2 de julio de 2009 su primer programa de adquisiciones de bonos garantizados al sector bancario o CBPP, en sus siglas en inglés (*Covered Bond Purchase Programme*). A finales de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE decidió la retirada de algunas de las operaciones no convencionales a partir de 2010. Sin embargo, el inicio de la crisis de deuda soberana en la eurozona en mayo de 2010 hizo que se siguieran aprobando nuevas medidas no convencionales. El BCE, en ese mismo mes, compró deuda pública en el mercado secundario mediante el programa para los mercados de valores o SMP, en sus siglas en inglés (*Securities Markets Programme*), y en noviembre de 2011, lanzó un segundo programa de adquisiciones de bonos bancarios garantizados (CBPP2).

A finales de 2011, el BCE adoptó nuevas medidas para suministrar liquidez al sector bancario, aumentando el vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo hasta tres años, reduciendo el coeficiente mínimo de reservas bancarias del 2% al 1% y ampliando aún más la lista de activos aceptados como garantía. Asimismo, el BCE ha ayudado a los mercados de deuda soberana indirectamente, ya que las entidades de crédito compraron deuda pública mediante los fondos obtenidos de aquel, fundamentalmente a través de las operaciones de financiación a plazo más largo (BCE, 2012b:78).

A pesar de todas las medidas tomadas por el BCE desde que comenzara la crisis, las tensiones volvieron a revitalizarse en los mercados financieros en 2012, con abruptas subidas de las primas de riesgo de la deuda soberana a raíz de las dudas surgidas sobre la posible salida de Grecia de la eurozona y la credibilidad del euro ante la extensión de la crisis a España e Italia. Según Malo de Molina (2013:118), la instrumentación de las medidas de relajación monetaria aplicadas por el BCE se enfrentaba a dos problemas: un margen de actuación reducido, al estar los tipos de interés oficiales o de intervención



próximos a cero, y la no efectividad de la transmisión de la política monetaria, por la fragmentación de los mercados financieros en la eurozona como consecuencia de la crisis. El 26 de julio de 2012, el entonces Presidente del BCE, Mario Dragui, declaró su apoyo al euro, resaltando que tomaría todas las medidas necesarias para superar la crisis y restablecer la estabilidad financiera. En septiembre de ese mismo año, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó un nuevo programa de compra de deuda soberana denominado “operaciones monetarias directas”, OMT⁵⁷, en sus siglas en inglés (*Outright Monetary Transactions*), que sustituyó al anterior programa para los mercados de valores SMP. Dicho programa permitía la compra condicionada de deuda soberana a corto plazo por parte del BCE en el mercado secundario. El país con problemas debía solicitar asistencia financiera del MEDE y someterse a un programa de ajuste económico, que suponía el cumplimiento de las reglas de disciplina fiscal del PEC reforzado y de las reformas de política estructural recomendadas por la Comisión Europea y aprobadas por el Consejo Europeo en el marco del Semestre Europeo.

Por último, cabe resaltar la actuación del BCE en los últimos años, apoyando al sector financiero mediante sus programas de compras de valores⁵⁸ en un contexto de tipos de interés oficiales en mínimos históricos y de una tasa de inflación en la eurozona muy por debajo de su objetivo a medio plazo, inferior pero próxima al 2%. En noviembre de 2014, el BCE introdujo un tercer programa de compra de bonos garantizados (CBPP3) y en 2015, lanzó el programa de compras de valores respaldados por activos o ABSPP, en sus siglas en inglés (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*), y el programa de compras de bonos del sector público o PSPP, en sus siglas en inglés (*Public Sector Purchase Programme*). Además, en 2016, el BCE incorporó un sistema de incentivos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, como medida de apoyo al crédito en la economía real, y un nuevo programa de compra de bonos corporativos o CSPP, en sus siglas en inglés (*Corporate Sector Purchase Programme*).

79

6. CONCLUSIONES

El proceso de integración financiera, que comenzó en julio de 1990, coincidiendo con el inicio de la primera etapa de la UEM, se vio interrumpido durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana de la eurozona. Y, aunque dicha integración se fue recuperando a partir de 2013, como así lo muestran los indicadores del BCE sobre la evolución global de la integración financiera en la eurozona, a partir de 2015 ha vuelto a ralentizarse por el resurgimiento de tensiones en los mercados financieros y las incertidumbres económicas y políticas de los países de la eurozona, así como la contracción de las economías de los mercados emergentes.

Dichas crisis, en las que el problema del riesgo moral, tanto en gobiernos como en bancos, ha jugado un papel bastante significativo, han revelado la existencia de un deficiente sistema de gobernanza económica y financiera en la UEM, lo que llevó al BCE a intervenir con medidas de política monetaria expansiva, tanto convencionales como no convencionales. Sin embargo, dichas medidas, que tenían como objetivo inmediato el suministro de liquidez a los mercados monetarios mayoristas y como fin último preservar la estabilidad financiera y la transmisión eficiente de su política monetaria, no pudieron evitar la restricción del crédito al sector privado no financiero, ni, por tanto, la recesión de algunas economías de la zona del euro.

No obstante, a la luz de los últimas iniciativas de reforma institucional y legislativas en la UE, cuyo fin es crear un nuevo y eficaz sistema de gobernanza de la UEM, basado en el refuerzo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, así como la creación de la Unión Bancaria Europea, parece que se están recuperando la estabilidad y la confianza en el sistema financiero europeo, las cuales son necesarias para la integración financiera y la correcta transmisión de la política monetaria del BCE.

80

Finalmente, la puesta en marcha de la Unión de los Mercados de Capitales impulsará la integración financiera, además de incentivar la inversión, el crecimiento económico y el empleo en la eurozona. No obstante, aún quedan muchas acciones por realizar, como la creación de un sistema europeo de garantía de depósitos, que será el tercer pilar de la Unión Bancaria Europea, así como la instauración de un sistema común de protección presupuestaria como último recurso.

BIBLIOGRAFÍA

ADJAOUTÉ, K. AND DANTHINE, J. P. (2003): “European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-based Assessment”, in Gaspar, V., Hartmann, P. y Sleijpen, O. (eds.), *Second ECB Central Banking Conference: The transformation of the European financial system*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

BAELE, L., FERRANDO, A., HÖRDAHL, P., KRYLOVA, E. AND MONNET, C. (2004): “Measuring Financial Integration in the Euro Area”, *European Central Bank, Occasional Paper Series*, N° 14, April, Frankfurt am Main.



BANCO CENTRAL EUROPEO (2009): “La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007”, *Boletín Mensual*, Julio, 83-98, Fráncfort del Meno.

___ (2010a): “La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera”, *Boletín Mensual*, Enero, 67-76, Fráncfort del Meno.

___ (2010b): “Medidas adoptadas por los gobiernos de la zona del euro en apoyo del sistema financiero”, *Boletín Mensual*, Abril, 79-95, Fráncfort del Meno.

___ (2010c): “La respuesta del BCE a la crisis financiera”, *Boletín Mensual*, Octubre, 63-79, Fráncfort del Meno.

___ (2011a): “La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales”, *Boletín Mensual*, Marzo, 107-128, Fráncfort del Meno.

___ (2011b): “El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras”, *Boletín Mensual*, Julio, 91-101, Fráncfort del Meno.

___ (2012a): “Un Pacto Presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte”, *Boletín Mensual*, Mayo, 87-103, Fráncfort del Meno.

___ (2012b): “Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria”, *Boletín Mensual*, Agosto, 69-82, Fráncfort del Meno.

___ (2014): *Informe agregado sobre la evaluación global*, Octubre, Fráncfort del Meno.

___ (2016): *Informe Anual 2015*, Abril, Fráncfort del Meno.

CABALLERO, J. C., GARCÍA PEREA, P. Y GORDO, E. (2011): “La reforma de la gobernanza económica en la UEM”, *Boletín Económico*, Enero, 117-134, Banco de España, Madrid.

CALVO, A. (2012): “Crisis de la deuda soberana y proceso de toma de decisiones en la UEM”, *Economistas*, 133, 44-49.

___ (2013): “La arquitectura económica y financiera de la UEM y los efectos de la crisis”, *Cuadernos Europeos de Deusto*, Nº 49, 91-108.

DE GRAUWE, P. (2012): *Economics of Monetary Union*, Ninth edition, Oxford University Press, Oxford.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2016): *Financial Integration in Europe*, April, Frankfurt am Main.

EUROPEAN COMMISSION (2016): *European Financial Stability and Integration Review*, April, Brussels.

HEINEMANN, F. AND JOPP, M. (2002): “The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services”, Report to European Financial Services Round Table, European Union Verlag GmbH.

LANE, P. R. (2008): “EMU and Financial Integration”, *IHS, Trinity College Dublin and CEPR*, October.

MALO DE MOLINA, J. L. (2013): “La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis”, *Boletín Económico*, Julio-Agosto, 115-124, Banco de España, Madrid.

82

NOUY, D. (2015): “Speech by Danièle Nouy, Chair of the Supervisory Board of the Single Supervisory Mechanism at the Joint conference of the European Commission and European Central Bank on “European Financial Integration and Stability”, 27 April 2015, Brussels. Disponible en: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2015/html/se150427.en.html> [Consulta 11-06-2016].

REFERENCIAS

¹ Para que se cumpla dicha ley en el ámbito de los mercados financieros, las rentabilidades de los activos negociados en distintos mercados deben tener el mismo valor expresado en la misma moneda, para lo que se tendría que dar la condición de la paridad de los tipos de interés, según la cual, las variaciones de los tipos de interés deberán compensarse con variaciones de los tipos de cambio, de manera que un aumento del diferencial de tipos llevará a una depreciación de la moneda nacional.

² Acta Única Europea [DO L 169 de 29.6.1987, p.1]. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L:1987:169:FULL&from=EN> [Consulta 20-11-2016]. El Acta única Europea se basó en el libro blanco “Completar el mercado



interior”. Véase Comunicación de la Comisión: “Completing the Internal Market”. White Paper from the Commission to the European Council, Milan, 28-29 June 1985 [COM (85) 310 final, de 14.6.1985]. Disponible en: http://aei.pitt.edu/1113/1/internal_market_wp_COM_85_310.pdf [Consulta 20-11-2016].

³ El Informe Delors, solicitado por el Consejo Europeo de Hannover de 27 y 28 de junio de 1988, sirvió de base para la preparación del proceso de la UEM, que más tarde se aprobaría en el Tratado de Maastricht en diciembre de 1991. Disponible en: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6161_en.pdf [Consulta 11-06-2016]. En sus comienzos, la UEM se apoyó tanto en la libre circulación de capitales como en la liberalización de las operaciones y servicios bancarios, esta última establecida por la Segunda Directiva sobre coordinación bancaria (Directiva 89/646/CEE) [DO L 386, de 30.12.1989, p.1].

⁴ Directiva 93/6/CEE [DO L 141, de 11.6.1993, p.1]. Directiva 93/22/CEE [DO L 141, de 11.6.1993, p.27]. Directiva 94/19/CE [DO L 135 de 31.5.1994, p.5].

⁵ Comunicación de la Comisión “Aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de acción” [COM (1999) 232 final - no publicada en el Diario Oficial, de 11.5.1999]. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_es.pdf [Consulta 15-11-2016]. El marco de actuación, base del PASF, se contemplaba en la Comunicación de la Comisión “Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación” [COM (1998) 625, de 28.10.1998].

83

⁶ Comunicación de la Comisión “Acciones comunes para el crecimiento y el empleo: el programa comunitario sobre la Estrategia de Lisboa” [COM (2005) 330 final – no publicado en el Diario Oficial, de 20.7.2005]. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52005DC0330&from=es> [Consulta 14-11-2016].

⁷ “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, Brussels, 15 February 2001. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf [Consulta 11-06-2016].

⁸ Las Decisiones 2001/527/CE y 2001/528/CE, por las que se crean el Comité Europeo de Valores y el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores [DO L 191, de 13.7.2001, p.43-45], fueron modificadas por las Decisiones 2004/7/CE y 2004/8/CE, respectivamente [DO L 3, de 7.1.2004, p.32-33].

⁹ Decisiones 2004/5/CE, 2004/6/CE, 2004/9/CE y 2004/10/CE, por las que se crean el Comité de Supervisores Bancarios Europeos, el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación, el Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación y el Comité Bancario Europeo, respectivamente [DO L 3, de 7.1.2004, p.28-30-34-36].

¹⁰ Directiva 2003/6/CE [DO L 96, de 12.4.2003, p.16]. Directiva 2003/71/CE [DO L, 345, de 31.12.2003, p.64]. Directiva 2004/39/CE [DO L 145 de 30.4.2004, p.1].

¹¹ Directiva 2003/41/CE [DO L 235, de 23.9.2003, p.10]. Esta Directiva ha sido modificada posteriormente por las Directivas 2011/61/UE y 2013/14/UE.

¹² Libro Blanco de la Comisión “Política de los servicios financieros 2005-2010” [COM (2005) 629 final–no publicado en el Diario Oficial, de 1.12.2005].

¹³ Directiva 2007/64/CE sobre servicios de pagos en el mercado interior [DO L 319, de 5.12.2007, p.1].

84

¹⁴ Las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE [DO L 177 de 30.6.2006, p.1-201] han sido derogadas posteriormente por la Directiva 2013/36/UE.

¹⁵ Comunicación de la Comisión “Revisión del Proceso Lamfalussy. Mayor convergencia en la supervisión” [COM (2007) 727 final, de 20.11.2007].

¹⁶ Decisiones 2009/77/CE, 2009/78/CE y 2009/79/CE [DO L 25, de 29.1.2009, p.18-23-28].

¹⁷ Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE [COM (2007) 807 final, de 18.12.2007].

¹⁸ Directiva 2014/17/UE [DO L 60 de 28.2.2014, p.34].

¹⁹ Libro Verde sobre los servicios financieros al por menor en el mercado único [COM (2007) 226 final, de 30.4.2007].

²⁰ Entre esas directivas se encuentran, por ejemplo, la Directiva 2009/22/CE relativa a las acciones de cesación en materia de protección de los intereses de los consumidores [DO L 110 de 1.5.2009, p.30].



²¹ Véase nota de prensa del acuerdo del Consejo ECOFIN el 7 de octubre de 2008. Disponible en: https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/103250.pdf [Consulta 19-11-2016].

²² Véase la declaración del plan de acción coordinado de la Cumbre de los países de la zona del euro de 12 de octubre de 2008. Disponible en: http://archive-ue2008.fr/PFUE/site/PFUE/lang/es/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html [Consulta 19-11-2016]

²³ Comunicaciones de la Comisión: “la aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la crisis financiera mundial” [DO C 270, de 25.10.2008, p.8] y “De la crisis financiera a la recuperación: Un marco europeo de acción” [COM (2008) 706 final, de 29.10.2008].

²⁴ Comunicación de la Comisión “Un Plan Europeo de Recuperación Económica” [COM (2008) 800 final, de 26.11.2008].

²⁵ Véase “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU”, Chaired by Jacques de Larosière, Report. Brussels, 25 February 2009. Disponible en: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf [Consulta 11-06-2016].

85

²⁶ Comunicación de la Comisión “Supervisión financiera europea” [COM (2009) 252 final, de 27.5.2009]. El Sistema Europeo de Supervisión Financiera está regulado por: cuatro Reglamentos (UE) nº 1092-1095/2010, por los se crean la Junta Europea de Riesgo Sistémico y las tres Autoridades Europeas de Supervisión; el Reglamento 1096/2010; y la Directiva 2010/78/UE [DO L 331, de 15.12.2010, p.1-120]. Posteriormente, dicha normativa ha sido modificada por las Directivas: 2011/61/UE, 2014/17/UE y 2014/51/UE.

²⁷ La Directiva 2009/138/CE (Solvencia II) [DO L 335 de 17.12.2009, p.1] ha sido modificada por: la Directiva 2014/51/UE (Ómnibus II) [DO L 153, de 22.5.2014, p.1], el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de la Comisión [DO L 12 de 17.1.2015, p.1] y varios Reglamentos de Ejecución de la Comisión.

²⁸ Reglamento (UE) nº 407/2010 [DO L 181, de 11.5.2010].

²⁹ Comunicación de la Comisión “Regulación de los servicios financieros para un crecimiento sostenible” [COM (2010) 301 final, de 2.6.2010].

³⁰ Comunicación de la Comisión “Europa 2020. Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador” [COM (2010) 2020, de 3.3.2010]. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:ES:PDF> [Consulta 04/11/2016]. La Estrategia “Europa 2020” sustituyó a la Estrategia de Lisboa.

³¹ Directiva 2014/65/UE [DO L 173, de 12.6.2014, p.349]. Reglamento (UE) n° 600/2014 [DO L 173 de 12.6.2014, p.84].

³² Reglamento (UE) n° 909/2014 DO L 257, de 28.8.2014, p.1].

³³ Directiva 2011/61/UE [DO L 174 de 1.7.2011, p.1], la cual ha sido modificada posteriormente por la MiFID II. Reglamentos (UE) n° 236/2012 [DO L 86, de 24.3.2012, p.1] y n° 648/2012 [DO L 201, de 27.7.2012, p.1].

³⁴ Reglamento (CE) n° 1060/2009 [DO L 302 de 17.11.2009, p.1]. Dicho Reglamento ha sido posteriormente completado por varios Reglamentos (UE) Delegados (UE) 446-449/2012 [DO L 140, de 30.5.2012, p.2] y 2015/1-3 de la Comisión [DO L 2 de 6.1.2015, p.1-57].

86

³⁵ Véase Conclusiones del Consejo Europeo de 25 y 26 de marzo de 2010. Disponible en: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7-2010-INIT/es/pdf> [Consulta 20-11-2016].

³⁶ La Comunicación “Reforzar la coordinación de las políticas económicas para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo - Instrumentos para una mejor gobernanza económica de la UE” [COM (2010) 367 final, de 30.6.2010] desarrolla las propuestas publicadas en otra Comunicación anterior: “Reforzar la coordinación de las políticas económicas” [COM (2010) 250 final, de 12.5.2010].

³⁷ Decisión 2011/199/UE, que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la UE en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro [DO L 91 de 6.4.2011, p.1].

³⁸ La Comisión presentó estas propuestas legislativas en septiembre de 2010 [COM (2010) 522 a 527 final, de 29.9.2010]. El *six-pack* se aprobó a través de los Reglamentos (UE) n° 1173-1177/2011 y la Directiva 2011/85/UE del Consejo [DO L 306, de 23.11.2011, p.1-41].



³⁹ El Pacto por el Euro Plus fue suscrito de forma voluntaria por otros Estados miembros de la UE que entonces aún no habían adoptado el euro: Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía. Letonia y Lituania adoptaron el euro en 2014 y 2015, respectivamente

⁴⁰ Comunicación “Acta del Mercado Único. Doce prioridades para estimular el crecimiento y reforzar la confianza. Juntos por un nuevo crecimiento” [COM (2011) 206 final, de 13.4.2011]. Además, en 2012, la Comisión Europea presentó la Comunicación “Acta del Mercado Único II: Juntos por un nuevo crecimiento” [COM (2012) 573 final de 3.10.2012]. Comunicaciones: “Iniciativa en favor del emprendimiento social. Construir un ecosistema para promover las empresas sociales en el centro de la economía y la innovación sociales” [COM (2011) 682 final de 25.10.2011] y “Un plan de acción para mejorar el acceso a financiación de las PYME” [COM (2011) 870 final de 7.12.2011]. Directiva 2012/17/UE [DO L 156, de 16.6.2012, p.1]. Reglamentos (UE) n° 345-346/2013 [DO L 115, de 25.4.2013, p.1-18].

⁴¹ El saldo estructural de las administraciones públicas es el saldo anual ajustado en función el ciclo, una vez excluidas las medidas puntuales y las de carácter temporal. Véase “Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria”. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=URISERV:1403_3 [Consulta 11-06-2016].

87

⁴² Comunicación de la Comisión “Mejorar la gobernanza del mercado único” [COM (2012) 259 final de 8.6.2012].

⁴³ Véase el informe “Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria”. Disponible en: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/134207.pdf [Consulta 11-06-2016].

⁴⁴ Comunicación de la Comisión “Un Plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica”. Apertura de un debate europeo [COM (2012) 777 final/2, de 30.11.2012].

⁴⁵ Comunicación de la Comisión “Hacia una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica- Introducción de un instrumento de convergencia y competitividad” [COM (2013) 165 final, de 20.3.2013]. Comunicación de la Comisión “Hacia una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica- Coordinación ex ante de los planes de grandes reformas de la política económica” [COM (2013) 166 final, de 20.3.2013].

⁴⁶ Reglamento (UE) n° 472/2013 y Reglamento (UE) n° 473/2013 [DO L 140 de 27.5.2013, p.1-11].

⁴⁷ Reglamento (UE) n° 575/2013 y Directiva 2013/36/UE [DO L 176, de 27.6.2013, p.1-338].

⁴⁸ Como respuesta a la crisis, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea acordó, en diciembre de 2010, un marco regulador global para reforzar la liquidez y la solvencia de los bancos, denominado “Basilea III”, el cual comenzó a aplicarse a partir de 2013 y está previsto que continúe hasta 2019.

⁴⁹ Decisión BCE/2014/39 sobre la aplicación de la separación entre las funciones de política monetaria y de supervisión del Banco Central Europeo [DO L 300, de 18.10.2014, p.57].

⁵⁰ Véase “High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector”, Chaired by Erkki Liikanen, Final Report, October 2012, Brussels. Disponible en: http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf [Consulta 11-06-2016].

88

⁵¹ Directiva 2014/59/UE [DO L 173 de 12.6.2014, p.190]. Reglamento (UE) n° 806/2014 [DO L 225 de 30.7.2014, p.1].

⁵² Comunicación de la Comisión “Revisión de la gobernanza económica. Informe sobre la aplicación de los Reglamentos (UE) n° 1173-1177/2011 y 472-473/2013” [COM (2014) 905 final, de 28.11.2014].

⁵³ Véase el informe “Realizar la Unión Económica y Monetaria europea”. Disponible en: http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_es.pdf [Consulta 20-11-2016] y la Comunicación de la Comisión “Medidas destinadas a realizar la Unión económica y monetaria” [COM (2015) 600 final, de 21.10.2015].

⁵⁴ Directiva 2014/49/UE, relativa a los sistemas de garantía de depósitos [DO L 173 de 12.6.2014, p.149].

⁵⁵ Comunicación de la Comisión “Hacia la culminación de la unión bancaria” [COM (2015) 587 final, de 24.11.2015]. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0587&from=ES> [Consulta 20-11-2016].

⁵⁶ Libro Verde “Construir una Unión de los Mercados de Capitales” [COM (2015) 63 final, de 18.2.2015]. Plan de acción para la creación de un mercado de capitales [COM (2015)



468 final, de 30.9.2015]. Véase “Unión de los Mercados de Capitales”. Disponible en: <http://www.consilium.europa.eu/es/policies/capital-markets-union/> [Consulta 20-11-2016].

⁵⁷ Véase la nota de prensa sobre “Technical features of Outright Monetary Transactions”. Disponible en: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html [Consulta 18-11-2016]

⁵⁸ Véase “Asset purchase programmes” en instrumentos de política monetaria del Eurosistema. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html> [Consulta 20-11-2016].

