

La actuación del Banco Central Europeo frente a la crisis global: ¿respuestas acertadas?

The European Central Bank Role on the Global Crisis: Appropriate Measures?

Vicente Menezes Ferreira Junior (*) y Óscar Rodil Marzábal (**)

Resumen

En este trabajo se realiza un análisis crítico del papel desempeñado por el Banco Central Europeo (BCE) en respuesta a la crisis global actual. Si bien es cierto que esta institución actuó en respuesta a la crisis, aplicando distintos tipos de medidas de política monetaria, no está claro que estas acciones garanticen una protección contra futuras crisis. Bajo este contexto, este trabajo analiza la dirección de la política monetaria del BCE, evaluando en qué medida su actuación se orienta hacia las causas de la crisis o si simplemente hacia la atenuación de sus efectos adversos sobre la economía. Adicionalmente, se consideran otras cuestiones relacionadas con el BCE y la estabilidad financiera.

Palabras clave: crisis financiera; política monetaria; Banco Central Europeo (BCE)

Abstract

In this paper, we critically analyze the role played by the European Central Bank (ECB) in response to the ongoing global crisis. Although the ECB acted in response to the crisis, applying different types from measures of monetary policy, it is not clear that these actions guarantee a protection against future crises. Thus, this study analyzes the direction of the ECB monetary policy, evaluating to what extent its role is oriented towards the causes of the crisis or if it is simply towards the attenuation of its adverse effects on the economy. Additionally, other questions related to ECB and the financial stability are considered.

Key words: financial crisis; monetary policy; European Central Bank (ECB)

JEL: G01; E52; E58

(*) Universidad de Santiago de Compostela
Departamento de Economía Aplicada
Avda. do Burgo s/n
Santiago de Compostela, España
vmfjunior@gmail.com, Tfno. 881811657

(**) Universidad de Santiago de Compostela
Departamento de Economía Aplicada
Avda. do Burgo s/n
Santiago de Compostela, España
oscar.rodil@usc.es, Tfno. 881811657

Área Temática: Finanzas
Comunicación
V Premio José Luís Sampedro

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera global, que representa el más grave colapso surgido en las últimas décadas, viene exigiendo respuestas de política sin precedentes, por parte de los gobiernos y entidades de todo el mundo. El fuerte impacto de la crisis global sobre la economía real ha traído a debate cuestiones asociadas a la responsabilidad de los bancos centrales en la gestión y, sobre todo en la prevención de crisis.

En el caso específico del Banco Central Europeo (BCE), dicha entidad ha actuado con relativa puntualidad en respuesta a la crisis, adoptando una serie de medidas de tipo convencional y no convencional de política monetaria con el objetivo de estabilizar la situación financiera de los mercados y atenuar los efectos adversos sobre la economía. Es preciso, sin embargo, realizar una reflexión más cuidadosa y profunda en torno a esas medidas adoptadas, para comprobar en qué medida garantizan o no una protección segura contra futuras crisis.

Por otro lado, la presente crisis ha motivado también la necesidad de entender el papel que los bancos centrales pueden desempeñar en respuesta a cuestiones relativas a la estabilidad financiera y cómo esta función se articula con la política monetaria. De este modo, la conducción de la política monetaria del BCE, que venía siendo guiada por el objetivo principal de la estabilidad de precios, se ha demostrado insuficiente para asegurar la estabilidad financiera en la región.

Bajo este contexto, este trabajo tiene por objeto desarrollar un análisis crítico de los factores determinantes de la crisis y del papel del BCE en lo que se refiere a la conducción de la política monetaria durante la crisis, evaluando en qué medida sus actuaciones caminan en una dirección hacia la prevención de futuras crisis o, simplemente, hacia la simple atenuación de los efectos adversos sobre la economía. Aunque el objetivo principal de este trabajo consiste en el análisis de las medidas de política monetaria del BCE adoptadas en respuesta a la crisis, se realiza de forma adicional una breve reflexión crítica en torno al alcance de esta política en comparación con otros bancos centrales.

El trabajo se divide en cinco apartados, además de esta introducción y las conclusiones. En el primer epígrafe se aborda la génesis de la crisis y cómo se produjo su extensión a la crisis global. En el segundo apartado se desarrolla una reflexión sobre los factores determinantes de la crisis, diferenciando sus causas inmediatas y estructurales. En el siguiente epígrafe se analiza cómo ha sido la conducción de la política monetaria durante los primeros años previos a la crisis. En el cuarto apartado se estudian cuales han sido las respuestas de política monetaria durante la gestión de la crisis global. Por último, se consideran cuestiones adicionales relacionadas con la política monetaria del BCE y la estabilidad financiera.

2. GENESIS Y EVOLUCIÓN DE LA CRISIS GLOBAL

La crisis global se precipitó a raíz de una burbuja de precios constituida en el mercado inmobiliario estadounidense, que comenzó a formarse a medida que las personas pasaron a comprar viviendas con la expectativa de que su revalorización permitiría refinanciar sus hipotecas con beneficios. De hecho, todo se gestó durante el bienio 2001-2002, cuando los EE.UU. atravesaban un período de recesión motivada por la crisis de las empresas tecnológicas y por los eventos del 11 de septiembre. Bajo ese contexto, los gestores públicos decidieron entonces orientar

las inversiones hacia el sector inmobiliario, adoptando, entre otras medidas, una política monetaria expansionista con bajos tipos de interés, induciendo a los intermediarios a atraer a una clientela a invertir en inmuebles.

Como consecuencia, se puso en marcha un proceso que haría más atractivo comprar un inmueble, alimentando un círculo vicioso que amplificaba el incremento de los precios. A los compradores les concedían hipotecas, sin la exigencia de entrada, conscientes de que las cuotas estaban por encima de sus posibilidades, lo que las haría inviables en el momento de actualizar los bajos tipos de intereses que habían sido ofrecidos para atraerlos. Una parte considerable de estas prácticas arriesgadas pertenecía al segmento *subprime*¹; es decir, préstamos de alto riesgo y tipo variable concedidos a clientes sin comprobación de renta. En realidad, eran financiaciones concedidas a familias que los bancos sabían de antemano que carecían de la renta suficiente para afrontar sus compromisos futuros.

Más tarde, las entidades que instituyeron esas hipotecas, fueron creando productos derivados negociables, transformándolos en títulos securitizados libremente negociables en los mercados interbancarios. En concreto, fue una forma particular de estas entidades de transformar activos no líquidos en títulos líquidos y transferir los riesgos hacia los inversores que los adquirirían. Con los créditos hipotecarios convertidos en títulos, las entidades ponían en curso una estrategia agresiva, captando recursos de otras instituciones y ofreciendo aquellos títulos a cambio, con el fin de prestar nuevamente estos recursos, siguiendo a una espiral infinita de intermediaciones financieras.

Los inversores, a su vez, fueron buscando aquellos títulos securitizados, ya que eran considerados de elevada calificación, otorgada por las agencias de *rating*, las cuales acabaron estimando un grado de riesgo muy inferior al efectivo. Esta dinámica facilitó su comercialización, permitiendo que disputasen mercado a los títulos del Tesoro estadounidense. Además, estos títulos conseguían rentabilidades más elevadas que otros títulos de calificación equivalente. En este contexto, la búsqueda por productos con rendimientos elevados se volvió tan grande que las entidades comenzaron a vender inmuebles a quien no podría pagar y bajo condiciones que podrían desencadenar situaciones de impago en el momento en que estallase la burbuja de precios y/o subiesen los tipos de interés.

Cuando la Reserva Federal de los E.E.U.U. decidió elevar el tipo de interés en 2005, se descompuso la máquina inmobiliaria, conduciendo a una caída repentina del precio de los inmuebles, lo que tornó imposible la refinanciación a los clientes *subprime*, que se volverían insolventes. En consecuencia, aquellos títulos securitizados en hipotecas dejaron ser negociados en los mercados interbancarios, desencadenando un efecto dominó de liquidez y solvencia en las principales entidades del sistema financiero. Esto llevó a que los Gobiernos de importantes economías estructuraran planes gigantescos de rescates financieros y sus respectivos bancos centrales promoviesen una reducción sincronizada de las tasas oficiales de interés a fin de estimular el consumo y minimizar los efectos de una recesión económica global.

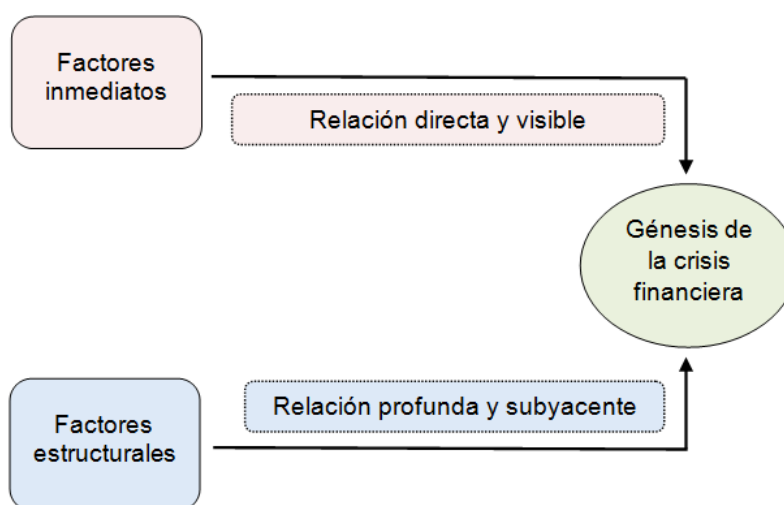
En la siguiente sección, se realiza un análisis de los elementos determinantes que llevaron a la manifestación de la crisis, diferenciando tanto sus factores inmediatos como sus factores estructurales.

¹ Las hipotecas *subprime* son préstamos para la adquisición de viviendas donde se relajan o no se cumplen los criterios adoptados para las hipotecas *prime*, que sí cumplen todos los requisitos determinados para la concesión de un préstamo hipotecario.

3. LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA CRISIS

Desde nuestra concepción, el origen de la crisis global puede ser atribuido tanto a factores inmediatos, que guardan una relación más estrecha con el problema de las hipotecas, como también a factores estructurales, que conservan una relación más profunda, con la génesis de la crisis (figura 1). Como parece razonable, las causas inmediatas son más fáciles de identificar ya que están directamente y visiblemente relacionadas con el problema. Por el contrario, las causas estructurales resultan más difíciles de reconocer, debido a su relación indirecta y subyacente, lo que exige un análisis más profundo del asunto en cuestión².

Figura 1. Factores determinantes de la crisis global financiera



Fuente: Elaboración propia.

En atención a los factores determinantes de la crisis global, parece existir un consenso en torno a que las causas inmediatas reposan en el sector financiero, en particular en su regulación negligente (Buitier, 2007; Eichengreen 2009; Fernández de Lis 2008; Goldstein 2008; Krugman 2009; Roubini e Mihm 2010; Stiglitz 2008), en los fallos en la evaluación de los riesgos de los productos financieros securitizados por las agencias de rating (Buitier 2007; Eichengreen 2009; Fernández de Lis 2008; Persaud 2009; Roubini e Mihm 2010), en los incentivos de las entidades financieras distorsionados con las necesidades de la economía proyectados en resultados de corto plazo (Stiglitz 2008), en la innovación de los instrumentos financieros (Farhi *et al.* 2008; Fernández de Liz 2008; Stiglitz 2008), entre otros.

Sin embargo, existe también un cierto consenso en que otros factores subyacentes macroeconómicos³ desempeñaron un papel bastante decisivo, creando condiciones propicias para un boom del crédito y de la elevación de los precios de los activos inmobiliarios (Buitier 2007; Eichengreen 2009; Fernández de Lis 2008; Roubini e Mihm 2010; Stiglitz, 2008; Taylor 2009; Visco, 2009).

² Para un examen más detallado de los factores determinantes de la crisis global véase, por ejemplo, Menezes y Rodil (2012).

³ Política monetaria adoptada por la Reserva Federal de EE.UU. de abundancia de liquidez y reducidos tipos de interés durante el período previo a la crisis.

Desde el punto de vista estructural, la crisis financiera es resultado de una multiplicidad de causas que van más allá de los fallos en la regulación del sistema financiero (Alvarez y Medialdea 2009; Fernandez *et al.* 2008; Sapir 2008; Stockhammer 2009; Wade 2008). En línea con la argumentación de otros autores como Crotty y Epstein (2008) y Epstein (2009), resulta más razonable pensar que fue el sistema financiero débilmente regulado, fundamentado en la hipótesis de eficiencia de los mercados, defendidos por el modelo neoliberal en las últimas décadas, el factor determinante de esta crisis financiera, ampliando la posibilidad de realización de actividades especulativas (Ferrari y Paula, 2009).

La crisis financiera es también el resultado de problemas estructurales intrínsecos al sistema capitalista, que están relacionados con el fenómeno de la desigualdad, empobreciendo todavía más a las clases menos favorecidas (Fernandez *et al.* 2008; Sapir 2008; Stockhammer 2009; Vence 2008). Desde esta perspectiva, nuestro análisis comulga con la idea apuntada por Fernandez *et al.* (2008) de que “la desigualdad genera inestabilidad”. En este sentido, las clases más desfavorecidas – fruto de una política generadora de desigualdades de renta - que no reunían las condiciones suficientes para hacer frente a los compromisos contraídos no deberían haber sido inducidas a entrar en un negocio hipotecario ficticio. A partir de ahí, la crisis eclosionó.

4. LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA ETAPA PREVIA A LA CRISIS

Desde su creación en enero de 1999, la dirección de la política monetaria del BCE⁴ ha estado guiada por el objetivo principal del mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo⁵. En este sentido, los primeros años de experiencia del BCE revelan una preocupación incesante en garantizar el mantenimiento de los precios en los países de la Eurozona en niveles equilibrados.

Durante sus años de existencia, se puede afirmar que el BCE ha venido consiguiendo un éxito relativo en cuanto al cumplimiento del objetivo del control de precios, dado que la tasa de inflación medida por el IAPC⁶ en toda la Eurozona se mantuvo próxima a la tasa de referencia del 2%⁷; con excepción observada en 2008 y 2009 (ver tabla 1). El aumento de la inflación mundial en 2008, como consecuencia del alza de los precios del petróleo y de los alimentos, se tradujo en un incremento de la tasa IAPC que, por primera vez, varió de forma significativa en relación a la tasa de referencia (Ossa, 2009). Aunque fueron realizadas reducciones explícitas en las tasas oficiales de interés durante la crisis, los efectos adversos de la desaceleración económica global llevaron a que el índice IAPC se distanciase nuevamente en 2009 en relación a la tasa de referencia.

⁴ Utilizamos el término BCE en sentido general, considerando que, de forma más estricta, deberíamos utilizar el término “Eurosistema”.

⁵ El establecimiento de este objetivo parte de un reconocimiento de la evidencia acumulada, que sugiere que la presencia de elevadas tasas de inflación produce efectos adversos en el crecimiento y en el empleo en el largo plazo. Consúltense, por ejemplo, Issing (2008; pp. 61-63) y ECB (2011a; pp. 29-34) para un análisis más detallado de la importancia de la estabilidad de precios.

⁶ El Índice Armonizado de Precios del Consumo (IAPC) es el indicador de inflación utilizado para comparaciones entre los países de la Unión Europea (UE). Su creación parte de la necesidad, expresada en el Tratado de la UE en relación a los criterios de convergencia, de medir la inflación sobre una base comparable para el conjunto de los Estados-miembros.

⁷ Estas son las mismas conclusiones obtenidas en Ossa (2009) y Pateiro y García (2009).

En los primeros años de la UEM, el Consejo del BCE⁸ evaluó la orientación de la política monetaria en reuniones realizadas quincenalmente. Sin embargo, en noviembre de 2001 el Consejo decidió como regla de ahí en adelante, considerar la orientación de la política en su primera reunión mensual. En este sentido, se anunció que la decisión sobre los tipos oficiales de interés⁹ procedería de este primer encuentro; mientras que la segunda reunión estaría reservada para abordar asuntos relacionados con otras responsabilidades del Eurosistema (ECB, 2011b).

Tabla 1. Tasa anual de inflación en la Eurozona

Año	%
1999	1,1
2000	2,1
2001	2,3
2002	2,3
2003	2,1
2004	2,1
2005	2,2
2006	2,2
2007	2,1
2008	3,3
2009	0,3
2010	1,6
2011	2,7

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.
Nota: Inflación medida por el IAPC.

De forma general, la dirección de la política monetaria del BCE puede ser dividida en seis fases distintas desde el momento de su creación¹⁰ (cuadro 1). La primera fase corresponde a la transición de los países hacia la UEM en referencia a los primeros meses de 1999; momento en que la tasa de las operaciones principales de refinanciación fue reducida en 50 puntos básicos en abril de 1999.

La segunda fase se corresponde con el período entre abril de 1999 y octubre de 2000, momento en que la referida tasa principal de refinanciación alcanzó el 4,75%, bajo un escenario caracterizado por la aceleración del crecimiento económico, el boom existente en los mercados de activos, la acumulación de liquidez y el crecimiento de los préstamos al sector privado.

La tercera fase, por su parte, es la relativa a la etapa que va de octubre de 2000 a junio de 2003, momento en que el Consejo del BCE optó por la reducción de la tasa principal de refinanciación al 2%. En realidad, esta medida fue una respuesta al descenso continuo de las presiones inflacionarias, provocado principalmente por el deterioro de las perspectivas de crecimiento, como consecuencia de los shocks adversos que habían afectado a la economía y a los mercados financieros globales.

Ante un contexto de presiones inflacionarias administradas, la cuarta fase se refiere al período entre junio de 2003 y diciembre de 2005, en que los tipos oficiales

⁸ El Consejo del BCE está considerado como la más alta instancia de decisión dentro de la entidad, estando integrado por seis miembros del Consejo ejecutivo y por 17 gobernadores de los bancos centrales de los países participantes.

⁹ Los tipos oficiales de interés corresponden, respectivamente, a la tasa das operaciones principales de refinanciación, la tasa de la facilidad de depósito y la tasa marginal de crédito.

¹⁰ Empleamos la misma separación de las fases utilizadas en ECB (2011b, pp. 117-129) con algunas actualizaciones.

de interés del BCE permanecieron inalterados durante más de dos años, elevándose apenas en 25 puntos básicos en diciembre de 2005.

Cuadro 1. Evolución de los tipos de interés oficiales durante las seis fases

Fases	Vigencia a partir de	Operaciones principales de refinanciación	Facilidad de depósito	Facilidad marginal de crédito
Fase I	1-Ene-1999	3,00	2,00	4,50
	9-Abr-1999	2,50	1,50	3,50
Fase II	9-Abr-1999	2,50	1,50	3,50
	5-Nov-1999	3,00	2,00	4,00
	4-Feb-2000	3,25	2,25	4,25
	17-Mar-2000	3,50	2,50	4,50
	28-Abr-2000	3,75	2,75	4,75
	9-Jun-2000	4,25	3,25	5,25
	1-Sep-2000	4,50	3,50	5,50
Fase III	6-Oct-2000	4,75	3,75	5,75
	11-May-2001	4,50	3,50	5,50
	31-Ago-2001	4,25	3,25	5,25
	18-Sep-2001	3,75	2,75	4,75
	9-Nov-2001	3,25	2,25	4,25
	6-Dic-2002	2,75	1,75	3,75
	7-Mar-2003	2,50	1,50	3,50
	6-Jun-2003	2,00	1,00	3,00
Fase IV	6-Jun-2003	2,00	1,00	3,00
	6-Dic-2005	2,25	1,25	3,25
Fase V	6-Dic-2005	2,25	1,25	3,25
	8-Mar-2006	2,50	1,50	3,50
	15-Jun-2006	2,75	1,75	3,75
	9-Ago-2006	3,00	2,00	4,00
	11-Oct-2006	3,25	2,25	4,25
	13-Dic-2006	3,50	2,50	4,50
	14-Mar-2007	3,75	2,75	4,75
	13-Jun-2007	4,00	3,00	5,00
Fase VI	9-Jul-2008	4,25	3,25	5,25
	15-Oct-2008	3,75	3,25	4,25
	12-Nov-2008	3,25	2,75	3,75
	10-Dic-2008	2,50	2,00	3,00
	22-Ene-2009	2,00	1,00	3,00
	11-Mar-2009	1,50	0,50	2,50
	8-Abr-2009	1,25	0,25	2,25
	13-May-2009	1,00	0,25	1,75
	13-Abr-2011	1,25	0,50	2,00
	13-Jul-2011	1,50	0,75	2,25
9 Nov-2011	1,25	0,50	2,00	
14-Dic-2011	1,00	0,25	1,75	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

Con un contexto inflacionario creciente, combinado con una rápida expansión de la oferta de moneda y de crédito, la quinta fase, relativa a la etapa comprendida entre diciembre de 2005 y julio de 2008, está marcada por un período en que el grado de acomodación de la política monetaria fue reducido de manera sustancial, derivando en un aumento gradual de los tipos oficiales de interés.

En un escenario en que las tensiones financieras derivadas de la crisis habían debilitado las perspectivas económicas, la sexta fase¹¹ se distingue: por un primero período (octubre de 2008 a mayo de 2009) en que el Consejo del BCE decidió reducir la tasa principal de refinanciación en 325 puntos básicos hasta el 1%; por una segunda etapa (mayo de 2009 a abril de 2011) en que el BCE mantuvo inalteradas los tipos de interés en niveles reducidos durante casi dos años; por un tercer período (abril a julio de 2011) en el que el BCE aumenta en 50 puntos las tasas de interés, justificando posibles riesgos inflacionarios derivados del incremento de los precios de los commodities; por una cuarta fase (julio a diciembre de 2011) en que el BCE decidió regresar a la trayectoria primera, reduciendo en 50 puntos los tipos de interés, con la intención de contener los efectos adversos y estimular las economías afectadas como resultado de la intensificación de la grave crisis de deuda soberana de los países de la UEM.

5. LAS RESPUESTAS DE POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS

Si la valoración sobre la orientación de la política monetaria es una tarea bastante compleja en circunstancias normales, esta se hace todavía más difícil cuando el contexto económico cambia drásticamente y con rapidez, existiendo un elevado grado de incertidumbre subyacente. En este contexto de incertidumbre, se desencadenó una desconfianza generalizada sobre las condiciones de solvencia de cualquier entidad crediticia a nivel global, cuando el sistema financiero vivió uno de los momentos más difíciles de su historia (ECB, 2010a; Esteve e Prats, 2011).

Durante este período, las entidades financieras acumularon grandes reservas de liquidez, reduciendo los riesgos incluidos en sus balances y endureciendo las condiciones para la concesión de nuevos préstamos. La crisis también comenzó a propagarse a la actividad real, produciendo un rápido y sincronizado deterioro de la situación económica en la mayor parte de las grandes economías y una caída libre del comercio exterior global.

En respuesta a las graves tensiones observadas en los mercados financieros como consecuencia de la crisis, el BCE reaccionó aplicando en sus decisiones una serie de medidas convencionales y otras no convencionales de política monetaria, con el fin de preservar la estabilidad de precios, estabilizar la situación financiera y limitar el contagio vis-à-vis a la economía real (figura 2).

Entre las medidas convencionales del BCE, destacamos la reducción de los tipos oficiales de interés que, mediante acciones coordinadas con otros bancos centrales internacionales, redujo en 325 puntos básicos la tasa de las operaciones principales de refinanciación durante un corto período de siete meses, hasta situarla en un nivel del 1%; valor, hasta entonces, desconocido para los países de la zona euro en las últimas décadas.

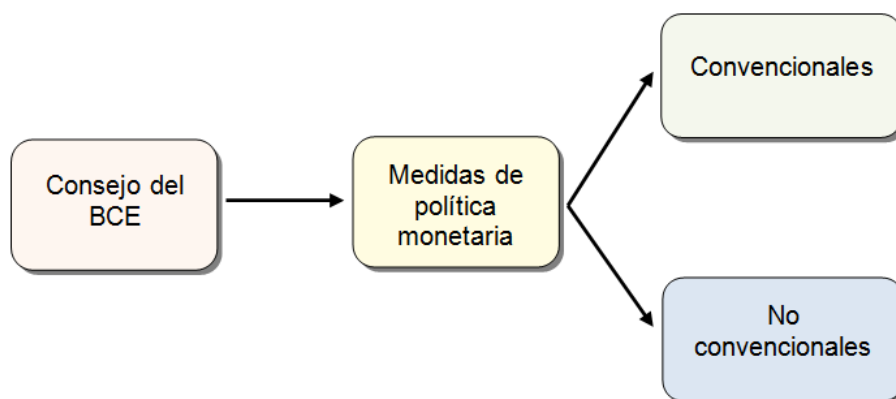
Al mismo tiempo y de acuerdo con el objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios, el Consejo del BCE adoptó una serie de medidas no convencionales durante la crisis, donde destacamos las medidas de apoyo reforzado al crédito y al programa de los mercados de títulos de la deuda¹². Básicamente, el objetivo de estas medidas no convencionales era apoyar y reforzar el mecanismo de

¹¹ La sexta fase, que engloba la fase sistémica de la crisis, será abordada en detalle en el próximo apartado.

¹² Consúltense, por ejemplo, ECB (2010a), ECB (2010c) e ECB (2011b, pp. 126-128) para detalles adicionales sobre las medidas no convencionales de política monetaria.

transmisión de la política monetaria en un contexto de disfuncionalidad de los mercados financieros¹³.

Figura 2. Respuestas de política del BCE frente a la crisis global



Fuente: Elaboración propia.

En concreto, el apoyo reforzado al crédito¹⁴ es un conjunto de medidas de política no usuales adoptadas por el BCE con la finalidad de dar soporte a las condiciones financieras y al flujo de crédito, más allá de lo que podría ser alcanzado exclusivamente a través de las reducciones en los tipos de interés. Esta medida fue adaptada específicamente a las circunstancias particulares de la crisis global y a la estructura del sistema financiero de los países de la zona euro. Se concentra, por tanto, en las entidades de crédito que son la principal fuente de financiación de la economía real¹⁵. Tales medidas fueron adoptadas en octubre de 2008 y complementadas posteriormente en mayo de 2009 (ECB 2010a; ECB 2011b).

De forma más específica, el programa de apoyo reforzado al crédito comprende esencialmente cinco importantes medidas: a) suministro de liquidez ilimitada a las entidades de crédito a un tipo de interés fijo para todas las operaciones de refinanciación, contra la previa entrega de activos ofrecidos en garantía¹⁶; b) alargamiento del plazo máximo de vencimiento de las operaciones de refinanciación de tres meses a un año¹⁷; c) ampliación de la lista de activos de

¹³ En Esteve y Prats (2011, pp. 19-28) se encuentra, por ejemplo, un análisis comparativo de las principales medidas no convencionales adoptadas por el BCE, la Reserva Federal de EE.UU. o el Banco de Inglaterra en respuesta a la crisis; y los reflejos sobre los balances de los bancos centrales. En síntesis, estos autores constatan que la expansión de los balances del BCE ha sido más moderada en comparación con la expansión de los balances de los demás bancos centrales.

¹⁴ *Enhanced credit support*, en inglés.

¹⁵ Sin duda, la mayor parte de la financiación externa de las sociedades no financieras procede del sector bancario, que es especialmente importante en la financiación para pequeñas y medianas empresas; que, a su vez, desempeñan un papel esencial en la economía de la Eurozona.

¹⁶ El objetivo de esta medida era ayudar a las entidades de crédito de la zona euro a satisfacer sus necesidades de financiación a corto plazo, de modo que pudieran mantener la disponibilidad de crédito para las empresas y familias con tipos de interés accesibles (ECB, 2010b).

¹⁷ La finalidad de esta ampliación de plazo era mejorar la situación de liquidez de las entidades de crédito, reducir los diferenciales del mercado monetario y ayudar a mantener los tipos de interés del mercado en un nivel reducido.

garantía admitidos en las operaciones de refinanciación¹⁸; d) provisión de liquidez en moneda extranjera, especialmente en dólares estadounidenses¹⁹; e) realización de adquisiciones directas mediante el programa de compras de bonos garantizados²⁰.

Como resultado de las medidas no convencionales aplicadas durante la crisis, la relación entre la tasa principal de refinanciación y la tasa del mercado monetario permaneció temporalmente distorsionada. Teniendo en cuenta que, en circunstancias normales, la tasa de EONIA²¹ acompaña los movimientos de la tasa principal de refinanciación, la búsqueda excesiva de los bancos por la liquidez del BCE en las operaciones de refinanciación tuvo como resultado que la tasa de facilidad de depósito desempeñase un mayor papel en dirección a la tasa EONIA.

Durante 2009, los mercados financieros comenzaban a mostrar algunas señales de estabilización. Habían sido reducidos gradualmente los diferenciales del mercado monetario (gráfico 1), siendo reactivados los mercados de renta variable y de bonos. Los tipos de interés aplicados por las entidades a nuevos préstamos también descendieron prácticamente en armonía con los tipos de interés de mercado. Simultáneamente, se consiguió sustentar la oferta de crédito a la economía real al atenuar las presiones de financiación del sector bancario. De este modo, el Consejo del BCE inició en diciembre de 2009 la suspensión gradual de las medidas no convencionales, manteniendo, por otro lado, otros elementos del apoyo reforzado al crédito. Por último, en coordinación con otros bancos centrales internacionales, el BCE eliminó el suministro de liquidez en moneda extranjera (ECB 2010a, ECB 2010b; ECB 2011b).

A principios de 2010 se observaron tensiones en algunos segmentos del mercado financiero, específicamente en los mercados de deuda de la zona euro²². Los diferenciales entre la deuda pública en determinados países europeos y los bonos alemanes con vencimiento a diez años comenzaron a aumentar de forma significativa (gráfico 2), dada la creciente preocupación en lo que se refiere a la sustentabilidad de las finanzas públicas, teniendo en cuenta el aumento de la deuda y de los déficits presupuestarios. La preocupación llegó hasta tal punto que algunos mercados secundarios quedaron completamente paralizados. La ampliación de los diferenciales pagados experimentó una aceleración impresionante en abril y principios de mayo de 2010, alcanzando, en aquella ocasión, máximos históricos²³.

¹⁸ La ampliación de la lista de activos suministrados en garantía buscaba facilitar aún más el acceso a las operaciones del Eurosistema en una tentativa de reducir las restricciones que registraban los balances de las entidades de crédito por el lado de los activos (ECB, 2010b).

¹⁹ Esta medida tenía como finalidad ayudar a las instituciones de crédito que registraran un déficit de financiamiento masivo de dólares EE.UU., debido a los acontecimientos de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

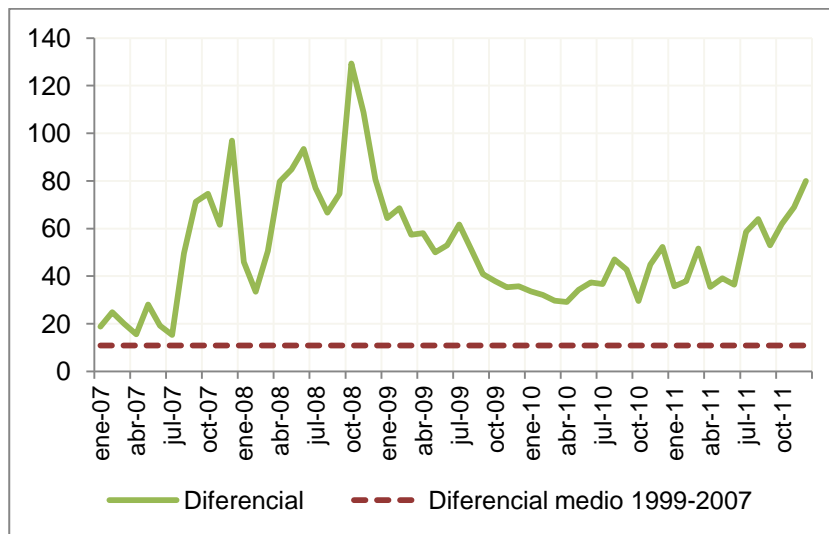
²⁰ Con este programa (cover bond purchase programme), el Eurosistema compró bonos garantizados emitidos en la zona euro por un importe de 60 mil millones de euros en el período de mayo de 2009 a junio de 2010. El objetivo era revitalizar el mercado de bonos garantizados, que es muy importante en Europa y representa la principal fuente de financiación para los bancos (ECB, 2011b).

²¹ El término EONIA procede de la expresión en inglés "*euro overnight index average*", que es una medida de la tasa de interés prevaleciente en el mercado interbancario del euro con vencimiento a un día (overnight), publicado por la Federación Bancaria Europea.

²² Es decir, déficits públicos elevados, rápidos aumentos de los ratios de la deuda pública en relación al PIB y crecientes contingentes de pasivos crearon las condiciones necesarias para una intensificación de la crisis financiera (ECB 2010c).

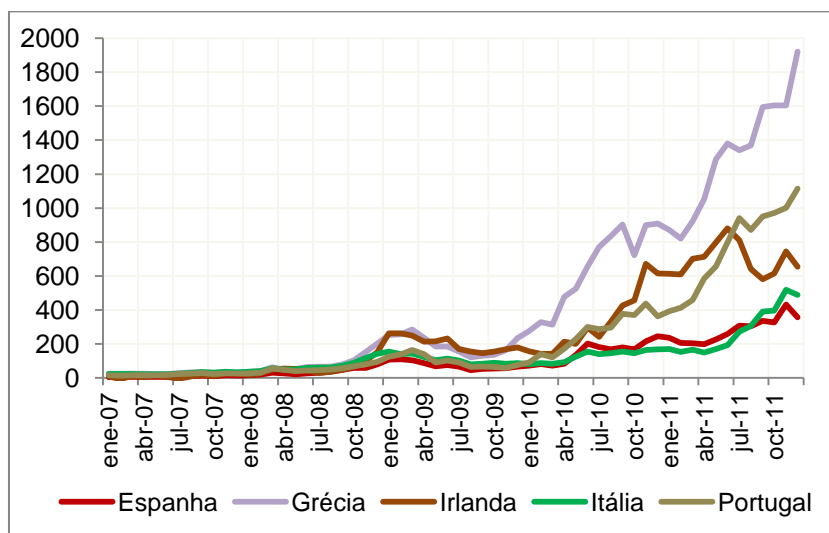
²³ De hecho, la crisis del euro fue patente desde el 2010 a nivel internacional. En concreto, Grecia, Irlanda y Portugal y, en menor medida, España e Italia han estado soportando una crisis de confianza sin precedentes, con ataques especulativos contra los bonos públicos, turbulencias en los mercados,

Gráfico 1. Diferencial entre el Euribor²⁴ de tres meses y la tasa EONIA



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

Gráfico 2. Diferencias entre la rentabilidad de la deuda pública



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la OCDE.

Nota: Diferencias en puntos básicos en relación a la rentabilidad de los bonos alemanes con un vencimiento de diez años.

De este modo, el BCE anunció el 10 de mayo de 2010 la implantación del programa de los mercados de títulos de la deuda, segunda medida no convencional de política monetaria en respuesta a la crisis. En el ámbito de este programa de carácter temporal, las intervenciones del Eurosistema podían realizarse en los

ante un escenario de desatención y falta de consenso por parte de los Gobiernos de la Eurozona para alcanzar un acuerdo colectivo que afrontase los problemas (Heredia, 2011).

²⁴ El Euribor (*European Interbank Offered Rate*) es un índice de referencia publicado diariamente que indica el tipo de interés medio a que las entidades financieras prestan dinero en el mercado interbancario. Se calcula empleando datos de los 42 principales bancos europeos, siendo su valor ampliamente utilizado como referencia para los créditos bancarios.

mercados de títulos de deuda con vistas a garantizar profundidad y liquidez en los segmentos de mercados disfuncionales, restableciendo el funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión de política monetaria²⁵. En conformidad con las disposiciones del Tratado de la UE²⁶, todas las adquisiciones de títulos de la deuda pública están estrictamente limitadas a los mercados secundarios. Para garantizar que las condiciones de liquidez no resulten fácilmente afectadas, las compras realizadas por el Eurosistema son totalmente neutralizadas por medio de operaciones de absorción de liquidez (ECB 2010b; ECB 2010c; ECB 2011b).

Concretamente, el Tratado de la UE (artículo 123) prohíbe expresamente al Eurosistema conceder cualquier tipo de préstamo a los Estados miembros. Esto significa que cualquier préstamo debe ser concedido únicamente por bancos privados. Es decir, el Eurosistema puede prestar a los bancos privados, pero no puede comprar directamente las obligaciones de los Estados. De este modo, se hacen evidentes las limitaciones del BCE frente a otros bancos centrales²⁷, teniendo en cuenta que esta entidad no ejerce, desde su creación, la función de prestamista de último recurso. Conforme argumenta Steiger (2004), la ausencia de esta función es una de las mayores infracciones que se ha cometido en la fundación del BCE, puesto que se trata de un principio fundamental inherente a la existencia de cualquier banco central.

Más recientemente, el Consejo del BCE reintrodujo a lo largo de 2011 algunas medidas no convencionales de política que habían sido anteriormente retiradas, con el fin de evitar que los efectos de contagio de los mercados de los títulos de la deuda soberana se propagasen a otros mercados financieros²⁸. Finalmente, en diciembre de 2011 el BCE decidió adoptar otras medidas no convencionales con el fin de tratar de frenar los efectos adversos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria derivados del agravamiento de las tensiones de los mercados financieros²⁹. Concretamente, el Consejo del BCE decidió: a) ampliar su oferta de operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años³⁰; b) ampliar la lista de activos de garantía³¹; c) reducir temporalmente el coeficiente de

²⁵ En la práctica, el *securities markets programme* es realizado por los gestores de cartera del Eurosistema a través de la adquisición de títulos de deuda específicos de la Eurozona por medio de intervenciones en el mercado. El 31 de diciembre de 2010, el Eurosistema había adquirido títulos de deuda por un montante total de liquidación de cerca de 73,5 mil millones de euros (ECB 2010c).

²⁶ Véase la versión consolidada del tratado sobre el funcionamiento de la UE, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/pt/treaties/index.htm>.

²⁷ Consulte, por ejemplo, Heredia (2011) y Richter y Wahl (2011) para un examen más detallado de las limitaciones del BCE.

²⁸ De forma específica, el Eurosistema decidió mantener aplicando el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación con plazos de vencimientos más largos. Ver detalles en el anexo I, disponible en ECB (2012).

²⁹ Para un examen más detallado de las medidas no convencionales adoptadas por el Consejo del BCE el 8 de diciembre de 2011 véase, por ejemplo, ECB (2011c, pp. 8-9).

³⁰ Segundo el ECB (2011c), esta medida responde al riesgo de que la persistencia de las tensiones de los mercados afecte a la capacidad de las entidades de crédito para obtener financiación en horizontes de tiempo más largos.

³¹ Esta medida pretende también apoyar el crédito bancario al aumentar el volumen de los activos de las entidades que pueden utilizarse para obtener financiación del banco central (ECB, 2011c).

reservas hasta el 1%³²; d) suspender, por el momento, las operaciones de ajuste que se llevan a cabo al final de los períodos de mantenimiento³³.

En general, se puede afirmar que las medidas adoptadas por el Eurosistema en respuesta a la crisis han ayudado a sostener la intermediación financiera en la Eurozona al salvaguardar la refinanciación de los bancos solventes y, en parte, restablecer, aunque de modo temporal, la confianza entre los participantes en el mercado financiero³⁴.

En síntesis, las medidas no convencionales de política monetaria aplicadas por el BCE se revelan como acciones tomadas en respuesta a circunstancias juzgadas como excepcionales. Por lo tanto, deben ser consideradas como medidas no usuales y complementarias de las medidas de política convencionales, pudiendo ser ajustadas independientemente del nivel prevaleciente de los tipos oficiales de interés. Debido a su carácter excepcional, tales medidas deberían ser retiradas gradualmente a medida que la situación de los mercados financieros se regularice y la transmisión de la política monetaria comience a funcionar con normalidad.

6. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La reciente crisis ha motivado la necesidad de una mejor comprensión del papel que los bancos centrales pueden desempeñar en respuesta a cuestiones de estabilidad financiera y, en particular, cómo dicha función se articula con la política monetaria. La crisis global ha puesto de manifiesto que garantizar la estabilidad de precios no representa una condición suficiente que asegure la estabilidad financiera (Carney, 2009; Noyer, 2011; Smaghi, 2011; White, 2006). De esta forma, la estabilidad monetaria se revela como una condición necesaria para alcanzar la estabilidad financiera, pero no suficiente (Sevensson, 2010).

La política de estabilidad monetaria tiene por objetivo garantizar la estabilidad de precios, en torno a un objetivo de inflación (figura 3). En circunstancias normales, los instrumentos convencionales son los tipos oficiales de interés. En tiempos de crisis, pueden ser utilizados otros métodos no convencionales de política. Por su parte, la política de estabilidad financiera tiene la finalidad de garantizar la estabilidad financiera. La estabilidad financiera puede ser definida como una situación en que el sistema financiero cumple fundamentalmente sus funciones principales³⁵.

En circunstancias normales, los instrumentos de política para garantizar la estabilidad financiera son la supervisión, la regulación y los informes de estabilidad que puedan proporcionar alertas anticipadas de amenazas a la estabilidad. Por otro lado, en tiempos de crisis, las autoridades pueden utilizar otros instrumentos, tales como créditos de última instancia, créditos con plazos más largos, regímenes

³² De acuerdo con el informe del ECB (2011c), el objetivo es incentivar a los participantes en los mercados a efectuar operaciones en el mercado monetario, pues incrementa el coste para las entidades de mantener reservas de liquidez.

³³ Estas operaciones, que contribuyen a limitar la volatilidad de los tipos de interés de los mercados monetarios a corto plazo, especialmente el último día de los períodos de mantenimiento, no se necesitan en las circunstancias actuales, pues hay un exceso de liquidez en términos agregados (2011c).

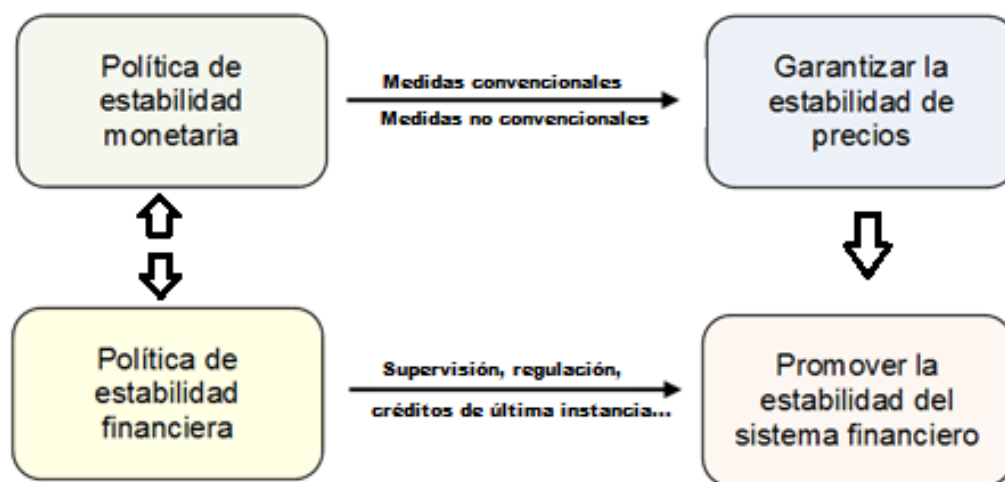
³⁴ Consúltense, por ejemplo, los estudios de Abbassi y Linzert (2011) y de Giannone *et al.* (2011) que tratan de demostrar la efectividad de las medidas no convencionales aplicadas durante la crisis.

³⁵ Consúltense, por ejemplo, Crockett (1997), Schinasi (2004) y Sevensson (2010) para una visión general acerca de las definiciones y conceptos relativos a la estabilidad financiera.

especiales de resolución para empresas con dificultades, otras garantías de préstamos, inyecciones de capital por el gobierno, entre otros mecanismos.

El hecho de que la política de estabilidad financiera y la política monetaria constituyen diferentes estrategias no demuestra que no exista una influencia recíproca entre ellas. La política monetaria afecta a los precios de los activos, pudiendo afectar a la estabilidad financiera. La política de estabilidad financiera afecta directamente a las condiciones financieras que, a su vez, afectan al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esto significa que la política monetaria debe ser administrada teniendo en cuenta la política de estabilidad financiera y la política de estabilidad financiera debe ser conducida atendiendo a la política monetaria. En condiciones normales, es importante destacar que la estabilidad financiera debería ser tratada de manera diferente por la política de estabilidad financiera y no sólo por la política monetaria³⁶ (Sevensson, 2010).

Figura 3. Objetivos de la política de estabilidad monetaria versus financiera



Fuente: Elaboración propia.

Recientes debates de política económica se centran en la revisión del cuadro convencional de la política monetaria, para incorporar las cuestiones de estabilidad financiera. En este sentido, se han presentado diversas propuestas que implican diferentes cambios en el marco de la política convencional. Tales propuestas van desde una mayor vigilancia de las interacciones macro-financieras, hasta sugerencias para añadir la estabilidad financiera como un objetivo diferente de la política monetaria (Garneiro *et al.*, 2011).

En relación al Eurosistema, se observa una postura muy frágil en lo que se refiere a las cuestiones relativas a la estabilidad financiera, teniendo en cuenta que su contribución está apenas subordinada al objetivo principal de la política monetaria

³⁶ En esto consiste la actual línea de actuación del Banco de Inglaterra después de la crisis, donde la estabilidad financiera y la estabilidad de precios son objetivos distintos de política; compartiendo el mismo nivel jerárquico y no existiendo subordinación entre los mismos objetivos. Consúltense Richter y Wahl (2011) para más detalles.

de estabilidad de precios³⁷. Entendemos, por lo tanto, que la política de estabilidad financiera debería ser administrada por el BCE de forma separada a la política de estabilidad de precios, como sucede, por ejemplo, en el Banco de Inglaterra, aunque ambas estrategias de política sean complementarias.

7. CONCLUSIONES

El mantenimiento de la estabilidad de precios ha sido el objetivo primordial de la política monetaria del BCE desde su creación.–A diferencia de lo que ocurre en otros importantes bancos centrales³⁸, el mandato del BCE es exclusivo, abarcando solamente el control de la inflación. En este sentido, se puede afirmar que la entidad ha venido obteniendo, desde un punto de vista institucional, resultados satisfactorios en lo que se refiere al cumplimiento del control de precios. La única excepción observada ha sido durante la fase de la crisis, particularmente en 2008 y 2009, momento en que la tasa IAPC se distanció un poco de la tasa de referencia.

Adviértase, por otro lado, que las fuertes tensiones observadas en los mercados financieros derivados de la crisis demandaron una serie de respuestas, sin precedentes por parte del BCE. Tal acontecimiento derivó en un conjunto de decisiones aplicadas, agrupadas en forma de medidas convencionales y no convencionales de política monetaria.

Entre las medidas convencionales, destacamos la rápida reducción de los tipos oficiales de interés hasta un nivel mínimo histórico. Entre las prácticas no convencionales, resaltamos las medidas de apoyo al crédito y el programa de los mercados de títulos de la deuda, creados con el objetivo de reforzar el mecanismo de transmisión, delante de un contexto de disfuncionalidad de los mercados. Por lo tanto, representan medidas temporales no usuales utilizadas para complementar las acciones de política monetaria convencionales.

En esencia, estas medidas fallan en dos aspectos principales. En primer lugar, porque tanto las acciones convencionales como las prácticas no convencionales han demostrado ser insuficientes, ya que no han conseguido garantizar la estabilidad financiera necesaria en los mercados. En segundo lugar, porque las medidas extraordinarias, en especial el programa de los mercados de títulos tiene un alcance limitado, teniendo en cuenta que el BCE (algo que no ocurre en otros bancos centrales) no puede ejercer, por razones legales, la función de prestamista de última instancia con una intervención ilimitada en el mercado de títulos de deuda.

A pesar de que estas medidas han sido diseñadas con el fin de estabilizar la situación financiera de los mercados, restringiendo el contagio a la economía real, entendemos que son prácticas destinadas a atenuar los síntomas de la crisis y no acciones dirigidas a resolver crisis futuras. En síntesis, se puede concluir que las medidas de política empleadas por el BCE han tenido, hasta el momento, efectos bastante limitados en el sentido de resolver las causas inmediatas y, sobre todo las causas estructurales apuntadas en este trabajo.

En cualquier caso, debemos advertir que la política monetaria del BCE, a pesar de ser decisiva para la gestión de la crisis, es tan sólo una parte de la solución

³⁷ Es decir, el BCE entiende que el mantenimiento de la estabilidad de precios es, en última instancia, la mejor contribución que la política monetaria puede cometer para promover la estabilidad financiera (ECB 2011a).

³⁸ Reserva Federal estadounidense, Banco de Inglaterra, Banco Central de Japón.

y no el centro de la solución. Por este motivo, se hace evidente que las medidas de política necesarias para combatir las causas de la crisis van más allá del campo de actuación del BCE. Teniendo en cuenta que la propia política monetaria tiene sus limitaciones, el centro de la solución sobrepasa la política de control de precios del BCE, debiendo ser empleados otros mecanismos de política económica por parte de los Gobiernos para poder intervenir y resolver definitivamente las causas de la crisis.

Por último, se observa una postura bastante frágil del BCE en relación a la estabilidad financiera, puesto que su contribución se circunscribe al objetivo de la política de estabilidad de precios. Entendemos que la política de estabilidad financiera debería ser conducida por el BCE de forma separada de la política de estabilidad de precios, de acuerdo con el enfoque de Svensson (2010). Por lo tanto, se hace necesario avanzar en este aspecto con una combinación de políticas no sólo con base en la política de control de precios. Considerando que las decisiones sobre la estabilidad financiera implican una mayor conexión con otros órganos y Gobiernos, deben definirse competencias específicas, en relación con los medios utilizados por el BCE para garantizar la estabilidad financiera.

BIBLIOGRAFÍA

ABBASSI, P.; LINZERT, T. (2011): *The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis*. (ECB Working Paper, 1328). Frankfurt: European Central Bank.

ÁLVAREZ, N.; MEDIALDEA, B. (2009): “Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas”, *Viento Sur*, 100, 21-32.

BUITER, W. (2007): “Lessons from the 2007 financial crisis”, Centre for Economic Policy Research, *Policy Insight*, 18, 1-33.

CARNEY, M. (2009): “Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity”, in *Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole Symposium*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

CROCKETT, A. (1997): “Why is financial stability a goal for public policy?”, *Economic Review*, 4, 5-22.

CROTTY, J.; EPSTEIN, G (2008): *Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System To Avoid Yet Another Meltdown*. (Working Paper Series 2008-181). University of Massachusetts Amherst: Political Economy Research Institute (PERI).

ECB (2010a): “The ECB’s monetary policy stance during the financial crisis”, *Monthly Bulletin of the EBC* (January), 63-71. Frankfurt: European Central Bank.

ECB (2010b): “The ECB’s response to the financial crisis”, *Monthly Bulletin of the EBC* (October); 59-74. Frankfurt: European Central Bank.

ECB (2010c): “The annual report 2010”. Frankfurt: European Central Bank.

- ECB (2011a): "Price stability: why is it important for you?". Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2011b): The monetary policy of the ECB. 3a ed. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2011c): Monthly Bulletin of the EBC (December). Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2012): Monthly Bulletin of the EBC (January). Frankfurt: European Central Bank.
- EICHENGREEN, B. (2009): "The financial crisis and global policy reforms", Federal Reserve Bank of San Francisco's conference on Asia and the Financial Crisis. Santa Barbara, United States.
- EPSTEIN, G. (2009): *A crise financeira global: evitar uma Grande Depressão e para o actual Ciclo Destrutivo*. Economia Global, Mercadorização e Interesses Coletivos – Ciclo Integrado de Cinema, Debates e Colóquios na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- ESTEVE, V.; PRATS, M. A. (2011): "La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis global", *Principios Estudios de Economía Política*, 19, 5-34.
- FARHI, M.; PRATES, D.; FREITAS, M.; CINTRA, M. (2008): "A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional", *Revista de Economia Política*, 29, 135-138.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. (2008): "La crisis financiera: origen, diagnostico y algunas cuestiones", en *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*, 13-30. Madrid: Ediciones Empresa Global.
- FERNANDEZ, L.; KABOUB, F.; TODOROVA, Z. (2008): *On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis*. (Working Paper 548). Washington D.C.: The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies.
- FERRARI, F.; PAULA, L. F. (2009): "Superando a crise financeira atual?", artigo publicado por associação keynesiana brasileira em 17/09/2009.
- GARNEIRO, I. M.; SOARES, C.; SOUZA, J. (2011): "Política monetária e estabilidade financeira: um debate em aberto", *Boletim econômico*. Lisboa: Banco de Portugal.
- GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H.; REICHLN, L. (2011): *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*. (ECB Working Paper, 1290). Frankfurt: European Central Bank.

- GOLDSTEIN, M. (2008): "The subprime and credit crisis", Paper based on transcript of speech presented at the Global Economic Prospects meeting. Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- HEREDIA, J. J. (2011): "O Banco Central Europeo fronte á crise global. As súas limitacións", *A Trabe de ouro*, 87, 31-46. Tradución: Xavier Vence e Rosa López.
- ISSING, O. (2008): *The Birth of the Euro*. Cambridge: Cambridge University Press.
- KRUGMAN, P. (2009): *El Retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Barcelona: Editora Critica.
- MENEZES, V.; RODIL, O. (2012): "La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes", *Revista de Economía Mundial*, en fase de publicación.
- NOYER, C. (2011): "Monetary policy – lessons from the crisis", *Fiscal and monetary policy challenges in the short and long run conference*, Hamburg.
- OSSA, F. (2009): "integración monetaria: la experiencia durante los primeros años del euro", *Revista Análisis Económico*, 24 (55), 207-234.
- PATEIRO, C.; GARCÍA, J. M. (2009): "Objetivos, estrategias y resultados de una década de política monetaria del Banco Central Europeo", *XII Xornadas Galegas sobre Condicións de Traballo e Saúde*. Ferrol
- PERSAUD, A. (2009): "Credit rating agencies – their role in the last crash and their regulation", en D. Mayes, R. Pringle and M. Taylor [ed.]: *Toward a New Framework for Financial Stability*, 307-314. Central Banking Publications.
- RICHTER, F.; WAHL, P. (2011): "The role of the European Central Bank in the financial crash and the crisis of the Euro-Zone", *Report based on a WEED Expert Meeting*. WEED - World Economy, Ecology & Development: Berlin.
- ROUBINI, N.; MIHM, S. (2010): *Cómo salimos de ésta*. Barcelona: Destino.
- SAPIR, J. (2008): "Global financial in crisis: a provisional account of the subprime crisis and how we got into it", *Real-World Economic Review*, 46, 82-101.
- SCHINASI, G. J. (2004): *Defining financial stability*. (IMF Working papers, 04/187). Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- SMAGHI, L. B. (2011): "Lessons for monetary policy from the recent crisis", *L'euro e la crisi internazionale*. University of Chicago Alumni Club of Italy and Bocconi Alumni Association.
- STEIGER, O. (2004): *Which lender of last resort for the Eurosystem?*, (ZEI Working Paper B-23). ZEI - Center for European Integration Studies. University of Bonn.

- STIGLITZ, J. E. (2008): *How to prevent next Wall Street crisis*, Commentary on CNN: September 17.
- STOCKHAMMER, E.(2009):“The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis”, *Papeles de Europa*, 19, 58-81.
- SVENSSON, L. E. (2010): “Where do central banks go from here?”, *Norge Bank Symposium*. Oslo.
- TAYLOR, J. B. (2009): *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*. (NBER Working paper, 14631). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- VENCE, X. (2008): “Da burbulla financeiro/inmobiliaria ás novas burbullas especulativas da enerxía e dos alimentos. A Crise do Modelo Neoliberal e Propostas Alternativas”, *A Trabe de ouro*, 74, 13-38.
- VISCO, I. (2009): *The global crisis: the role of policies and the monetary system*, G20 Workshop on the Global Economy. Bombay.
- WADE, R. (2008): *Estamos vivendo uma mudança de regime financeiro?*, [en línea]. Disponível en [<http://www.cartamaior.com.br>].
- WHITE, W. R. (2006): *Is price stability enough?* (Working paper, 205). Basel: Bank for International Settlements