

El Banco Central Europeo ante la crisis.  
¿Otra política habría sido posible?

*European Central Bank and financial crisis.  
Another policy could have been applied?*

José Luis CALVO GONZÁLEZ

Universidad de Educación a Distancia (España)  
jcalvo@cee.uned.es

Teresa CALVO GONZÁLEZ

Deustch Bank  
teresa.calvo@db.com

Recepción: Abril 2013

Aceptación: Octubre 2013

## RESUMEN

Bajos tipos de interés que fomentaron el endeudamiento y retrajeron el ahorro tradicional, el aumento del apalancamiento de las instituciones financieras debido a la desregulación y las titulizaciones, la heterogeneidad de la Eurozona y sus errores de creación, con una política monetaria conjunta, una moneda común y un banco central único, pero con políticas fiscales nacionales, se asentaron las bases para que la Gran Recesión tuviese un gran impacto en el Sistema Financiero Europeo. Con el fin de que esta situación no pueda reproducirse en futuras crisis financieras, proponemos algunas líneas de actuación para el BCE, como puede ser la ampliación de sus objetivos hacia el crecimiento, el empleo y la estabilidad financiera, la asunción de la supervisión financiera y la actuación de prestamista de última instancia, tanto para las instituciones financieras como para los gobiernos. En definitiva, la consolidación de un Sistema Financiero Europeo cuyo primer paso debe ser la Unión Bancaria.

Palabras clave: BCE, crisis financiera, política monetaria.

Clasificación JEL: E58.

## ABSTRACT

Low interest rates promoting indebtedness and reducing traditional savings; the increase of financial institutions leverage based on deregulation and securitization; the heterogeneity of Eurozone, the basic faults related to its creation, with a unique monetary policy, a common euro and a Central Bank but with national fiscal policies, reinforced the impact of Great Recession in the European Financial System. In order to avoid the recurrence of this situation in future financial crisis we outline some policy changes for the ECB: to include growth, unemployment and financial stability in its objectives; the assumption of financial supervising activities; and acting like lender of last resort for financial institutions and governments. Therefore, what we propose is to consolidate a real European Financial System which first step should be the Bank Union.

Key words: ECB, Financial Crisis, Monetary Policy.

JEL Classification: E58.



## 1. INTRODUCCIÓN

Aunque este artículo no está dedicado a discutir la crisis económica que comenzó en 2007, ni los motivos que dieron origen a ella, tampoco es posible valorar la respuesta dada por el Banco Central Europeo (BCE) sin tener previamente una visión clara de la situación con la que se enfrentaba y los condicionantes que su propia creación le imponían. Por ese motivo, en este apartado analizaremos brevemente los antecedentes que sentaron las bases de la crisis de 2007 y de la actuación del BCE.

Hemos considerado oportuno dividirlo en tres subapartados: el primero, al que hemos denominado antecedentes generales, se centra en evaluar la situación del sistema financiero internacional que afectaba a todas las economías desarrolladas sin distinción; los otros dos analizan los antecedentes de la crisis en la Unión Europea (UE) y en concreto en la zona euro, ya que es en ella donde el papel del BCE es fundamental dado su control de la política monetaria común. El primero se centra en las características de la Zona euro mientras que en el último estudiamos la forma en que fue creado el BCE y cómo ha condicionado su comportamiento.

## 2. ANTECEDENTES

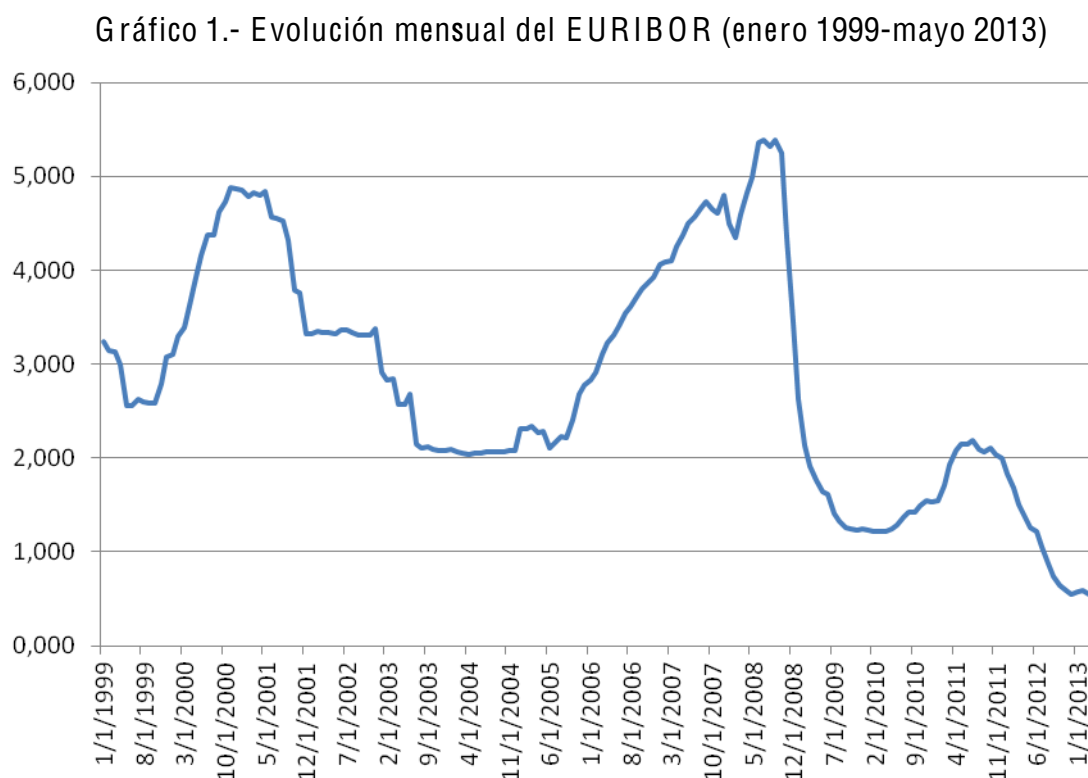
### 2.1. *Antecedentes globales. El sistema financiero internacional*

Existe un consenso bastante amplio en la literatura económica sobre los factores clave que caracterizaban la situación del sistema financiero internacional que dio origen al *crack* de las hipotecas *subprime*<sup>1</sup>: los que podemos agrupar dentro de lo que Menezes y Rodil (2012) denominan estructurales, que tendrían que ver con la *desregulación del sistema financiero internacional* producida a lo largo de las últimas décadas del siglo XX y comienzos del XXI, dando lugar a una actitud demasiado laxa de las autoridades monetarias (Buitter (2007); Fernández de Lis (2008); Krugman (2009); Novales (2010); Roubini y Mihm (2010); Stiglitz (2010) y, más recientemente, Díez (2013)) a una excesiva innovación en los instrumentos financieros (Fernández de Liz (2008); Stiglitz (2010), Díez (2013)) y a una ampliación de las posibilidades de realizar actividades especulativas (Díez (2013)); y por otro lado los coyunturales, en especial *la política de bajos tipos de interés* aplicada tanto en Europa como en Estados Unidos, que creó las condiciones necesarias para un boom del crédito y la elevación de los precios de los activos inmobiliarios (Buitter (2007); Fernández de Lis (2008); Taylor (2009); Roubini y Mihm (2010), Novales (2010) o Díez (2013)).

#### 2.1.1. *La política de bajos tipos de interés*

En los últimos años del siglo XX y primeros del XXI la política monetaria de los gobiernos de las economías occidentales se orienta a lograr tipos de interés reducidos

con el objetivo de mantener un crecimiento económico sostenido y evitar crisis como la de la Nueva Economía de 2000. Un ejemplo de esta política la podemos apreciar en el gráfico 1, que muestra la evolución mensual del EURIBOR desde enero de 1999 a mayo de 2013.



Fuente: EUROSTAT y elaboración propia

Los bajos tipos de interés tienen dos resultados inmediatos: en primer lugar incentivan el endeudamiento de las familias y las empresas, ya que lo hacen relativamente muy barato. Esto permite que la gran mayoría de la sociedad participe tanto en el consumo como en la inversión, fomentando ambas actividades. Se crea así una falsa burbuja de bienestar<sup>2</sup> basada en un crédito fácil y barato que permite acceder a bienes que en condiciones financieras normales serían inalcanzables para una parte importante de la población<sup>3</sup>; y en segundo término disminuyen la retribución del ahorro, que debe buscar alternativas de inversión para mejorar su rentabilidad. Esto hace que los ahorradores dirijan sus recursos a la compra de activos, ya sean reales o financieros.

Para financiar esa demanda de crédito tanto consumidores como empresas acuden a los intermediarios financieros, y muy especialmente a los bancos comerciales. Estos últimos piden prestado a corto plazo, bien sea a particulares o en el mercado interbancario. Así, la actividad de los bancos comerciales se convierte en obtener financiación a corto plazo y prestarla a largo plazo, obteniendo beneficios por el hecho de que el tipo de interés a corto es inferior (hay mucha liquidez) que el tipo a largo (que es más ilíquido y que asume mayores riesgos de impago).



Mientras la economía se encuentra en una senda de expansión este modelo no solo es viable sino que permite financiar un crecimiento económico elevado. El problema surge por lo que hemos comentado en el párrafo anterior: los préstamos a largo plazo son menos líquidos que a corto, por lo que aumenta el riesgo que asume el banco cuando los realiza. Por ello, en cuanto surge un problema de impago –por ejemplo el caso de las hipotecas *subprime*- los bancos comerciales se encuentran con problemas de liquidez a corto, ya que tienen activos a largo y pasivos a un plazo más reducido. Es el primer paso de una crisis, en este caso de liquidez<sup>4</sup>.

El problema puede agravarse, como así sucedió, si en una política agresiva para captar cuota en el mercado hipotecario los bancos conceden préstamos muy ajustados a sus precios de mercado (hipotecas del 90, 100 y 120% del valor de la vivienda) y basados en el concepto irreal de que los precios no van a bajar nunca<sup>5</sup>: en el momento en que ese axioma falla y se produce una bajada del precio de la vivienda como ocurrió en 2006 en Estados Unidos los problemas para el banco comercial comienzan a hacerse visibles, porque posee un activo cuyo valor es inferior al préstamo. Estamos ya en una crisis de solvencia<sup>6</sup>.

Finalmente, la crisis se traslada a la economía real como ocurrió con la quiebra de Lehman Brothers<sup>7</sup> En palabras de Novales (2010): “Si el mercado de crédito deja de funcionar, la actividad económica se colapsa porque tanto las actividades comerciales, como el consumo de bienes duraderos y la inversión dependen del crédito. Comienzan a producirse despidos, y aumenta la incertidumbre acerca de las rentas futuras. El temor de las familias con alto endeudamiento a perder su empleo hace que reduzcan su gasto en consumo, lo que refuerza la caída del empleo. Las empresas y los comercios recortan los precios. Si el recorte es sustancial, los consumidores rebajan sus expectativas de descensos adicionales, por lo que retrasan sus decisiones de consumo, para hacerlo cuando resulte más barato. Esto refuerza la caída del consumo y de la demanda de crédito, en un contexto crecientemente deflacionista”<sup>8</sup>.

### *2.1.2. La desregulación del sistema financiero*

Si bien puede afirmarse que la desregulación de los mercados financieros comienza en los años 70 del pasado siglo, también es cierto que su debate se abre desde el mismo momento que es introducida para tratar de paliar la Gran Depresión y sus orígenes<sup>9</sup> y está en el corazón de la discusión metodológica de la Economía como ciencia<sup>10</sup>. En esa polémica encontramos, por un lado, a los que mantienen que los mercados se autorregulan y no necesitan intervención, y por otro a los que defienden la necesidad de regulación y especialmente en sectores como el financiero, que son la columna vertebral y el sistema sanguíneo de las economías capitalistas<sup>11</sup>.

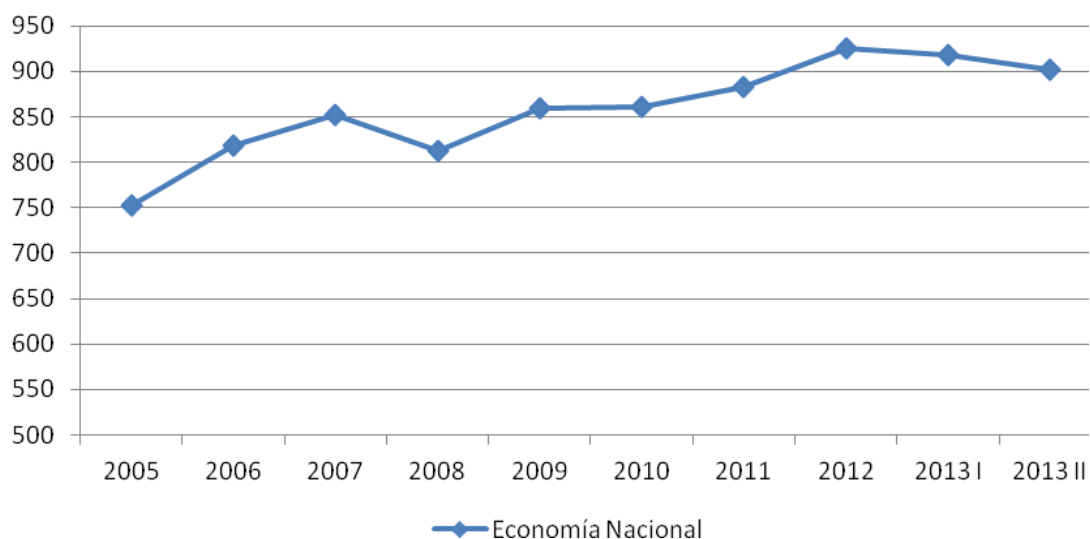
En cualquier caso, la desregulación va imponiéndose en las décadas finales del siglo XX y tiene su hito en la aprobación por el presidente Clinton del *Financial Services*

*Modernization Act* en 1999, más conocido como Ley Gramm-Leach-Bliley, que deroga la Ley Glass-Steagal.

Pero ¿qué supone esa desregulación del sistema financiero? Tres efectos queremos destacar: la aparición de nuevos intermediarios financieros que compiten por la captación de fondos con los tradicionales, lo que se traduce en un estrechamiento del margen de beneficio y en un aumento de las posibilidades de inversión de los ahorradores; el desarrollo de nuevos instrumentos financieros cada vez más complejos y alejados de los activos reales; y finalmente la relajación de la regulación impuesta por las autoridades, lo que permite a las entidades financieras realizar préstamos a más largo plazo y, consecuentemente, con mayor riesgo dada la reducción de las demandas de respaldo.

Los gráficos 2 y 3 muestran, el primero de ellos, la evolución de los activos financieros como porcentaje del PIB español en los momentos previos y posteriores a la crisis, y el segundo su distribución entre las diferentes rúbricas. Por otra parte, puede consultarse la *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores –CNMV (2010)<sup>12</sup> - para ver la gran cantidad de instrumentos financieros en funcionamiento en nuestro país.

Gráfico 2.- Activos financieros como porcentaje sobre el PIB en España

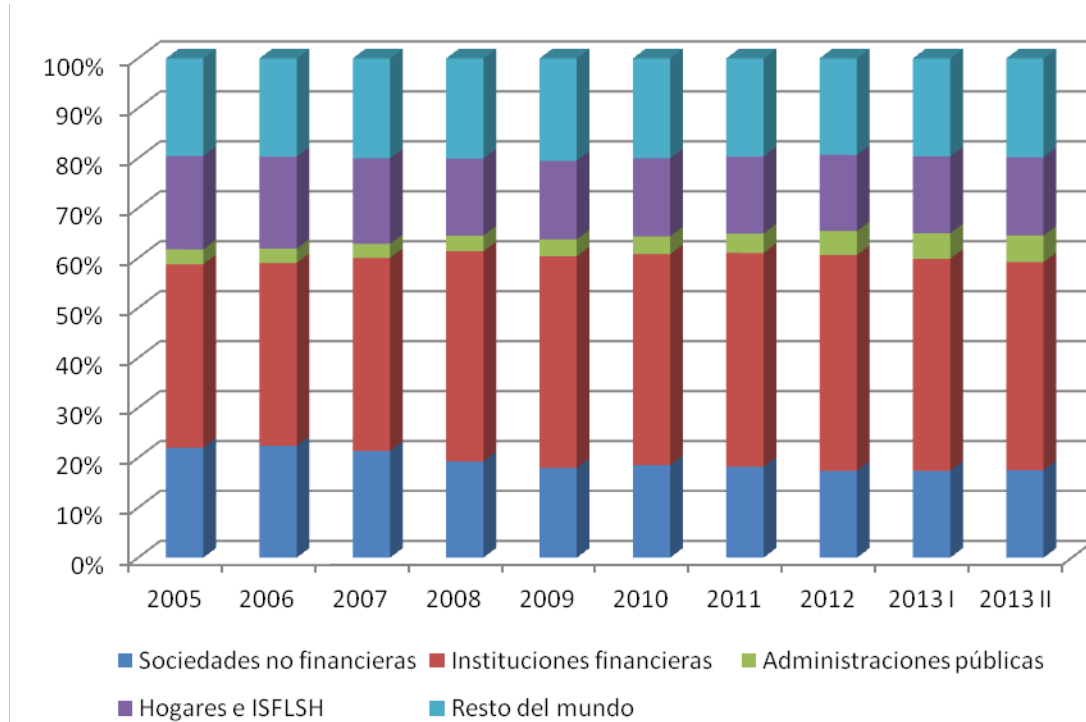


Fuente: D.G. Análisis Macroeconómico y Economía Internacional. S.G. de Análisis Coyunturales y Previsiones Económicas

Para hacer frente al estrechamiento de los márgenes de beneficio y a la mayor demanda de endeudamiento los bancos comerciales recurren, como hemos visto, a pedir prestado, lo que incrementa su apalancamiento<sup>13</sup>, con el consiguiente aumento del riesgo.



Gráfico 3.- Distribución de los activos financieros como porcentaje sobre el PIB en España



Fuente: D.G. de Análisis Macroeconómico y Economía Internacional. S.G. de Análisis Coyuntural y Previsiones Económicas<sup>14</sup> (21/10/2013)

Y para disminuir ese apalancamiento deciden distribuirlo entre todo el sistema. En esta estrategia dos instrumentos financieros son básicos: los *Collateralized Debt Obligation (CDO)* y los *Credit Default Swaps (CDS)*.

Los CDO están relacionados con las titulizaciones del mercado hipotecario. La titulización es una forma de transformar activos relativamente ilíquidos en títulos líquidos permitiendo así transferir los riesgos a ellos asociados a los inversores que los compran. El problema surge cuando los recursos obtenidos por esas titulizaciones son nuevamente dedicados a préstamos que, a su vez, vuelven a ser “empaquetados” y puestos en el mercado, generando así una espiral infinita que posibilita a los bancos captar recursos sobre la base de unos activos ficticios (Vence 2008).

Los CDO son una forma estructurada de titulización de préstamos hipotecarios en los que existen diferentes tenedores que no poseen la misma categoría y que, consecuentemente, no tienen la misma capacidad para exigir sus pagos<sup>15</sup>. Este es un instrumento perfecto siempre que la tasa de morosidad de las hipotecas se mantenga baja y el precio de la vivienda al alza, y además muy atractivo para los inversores dados los bajos tipos de interés.

La venta de los CDO generó un proceso especulativo en los mercados: muchos inversores compraron CDOs con un elevado grado de apalancamiento para elevar su rentabilidad<sup>16</sup>. Con el objetivo de cubrir el riesgo asumido, los inversores generaron, por su parte, nuevos títulos derivados de los CDO, como los *credit default swaps (CDS)*, que eran seguros financieros que permitían a los inversores intercambiar y diseminar el riesgo.

La gran dificultad asociada a ambos instrumentos surge cuando el boom inmobiliario estadounidense comienza a resentirse en otoño de 2005 y sobre todo a partir de finales de la primavera de 2006, cuando los precios de las viviendas empezaron a caer primero lentamente y luego de forma más acelerada en 2007. Cuando esto se produjo y el nivel de insolvencia de los préstamos aumentó, la posición de los tenedores de CDOs de segundo orden se trasladó a pérdidas, ya que solo cobrarían una vez que se hubiesen satisfecho los pagos de los tenedores senior. Pérdidas que se iban haciendo cada vez más elevadas a medida que crecía la tasa de insolvencia y disminuía el precio de las viviendas.

Nótese que si los bancos comerciales se hubiesen limitado a colocar entre los inversores finales tanto los CDOs como los CDS el modelo podría haber funcionado, aún con muchas dificultades y con la asunción de pérdidas muy elevadas para los inversores, incluso en momentos de reducción de la actividad económica. El problema surge cuando las entidades financieras actúan como emisores pero también como suscriptores de las emisiones de otras entidades, ya que se genera un fenómeno de interconexión de forma que unas instituciones están “avalando” a otras. Así, en el mismo momento en que surge un problema de iliquidez en alguna de ellas se produce un *efecto dominó* que se traslada de unas a otras y que finalmente afecta a todo el sistema financiero, tanto nacional como internacional.

## *2.2. Antecedentes. La construcción de la zona euro*

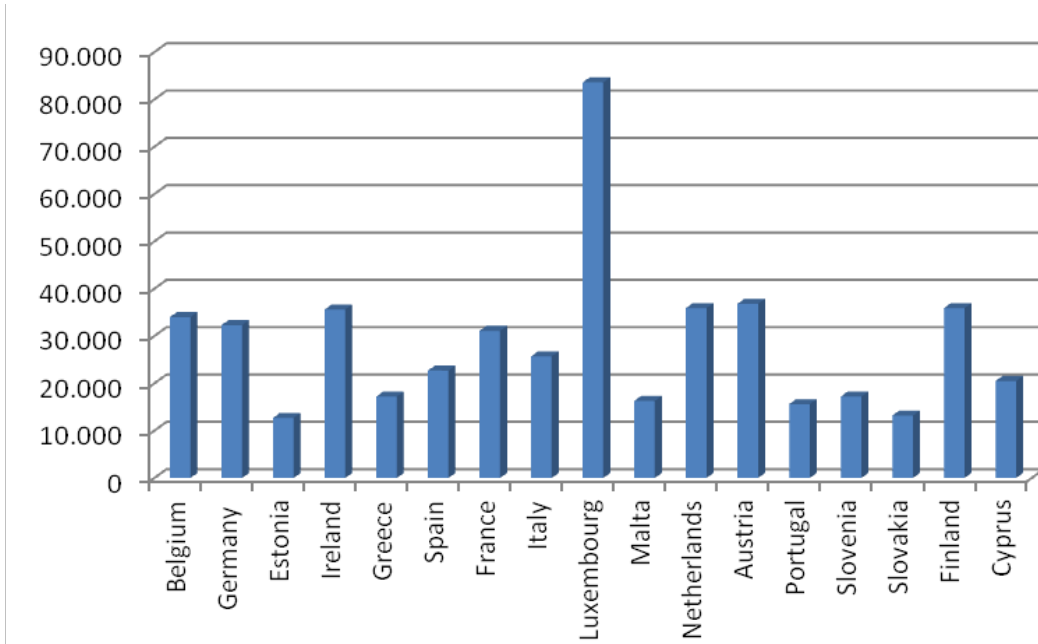
La lógica de la construcción europea es innegable, al menos en el terreno político. Pero en el económico es probablemente más discutible<sup>17</sup>. Y no por razones de oportunidad sino por la forma en que se ha llevado a cabo. Desde el punto de vista que nos interesa en este artículo, tres motivos pueden aducirse para matizar la bondad del establecimiento de un espacio económico único en Europa con la creación de la zona euro, dotado de un supervisor común, el BCE.

En primer lugar, la zona euro se ha llevado a cabo integrando países muy heterogéneos, tanto en su grado de desarrollo como en su estructura económica, el peso del sector público, la composición de su PIB, mercados de trabajo... Dos gráficos nos permiten apreciar claramente esas diferencias: la renta per cápita de los diferentes países de la zona euro (2012) y el saldo de su balanza de bienes y servicios (2007).



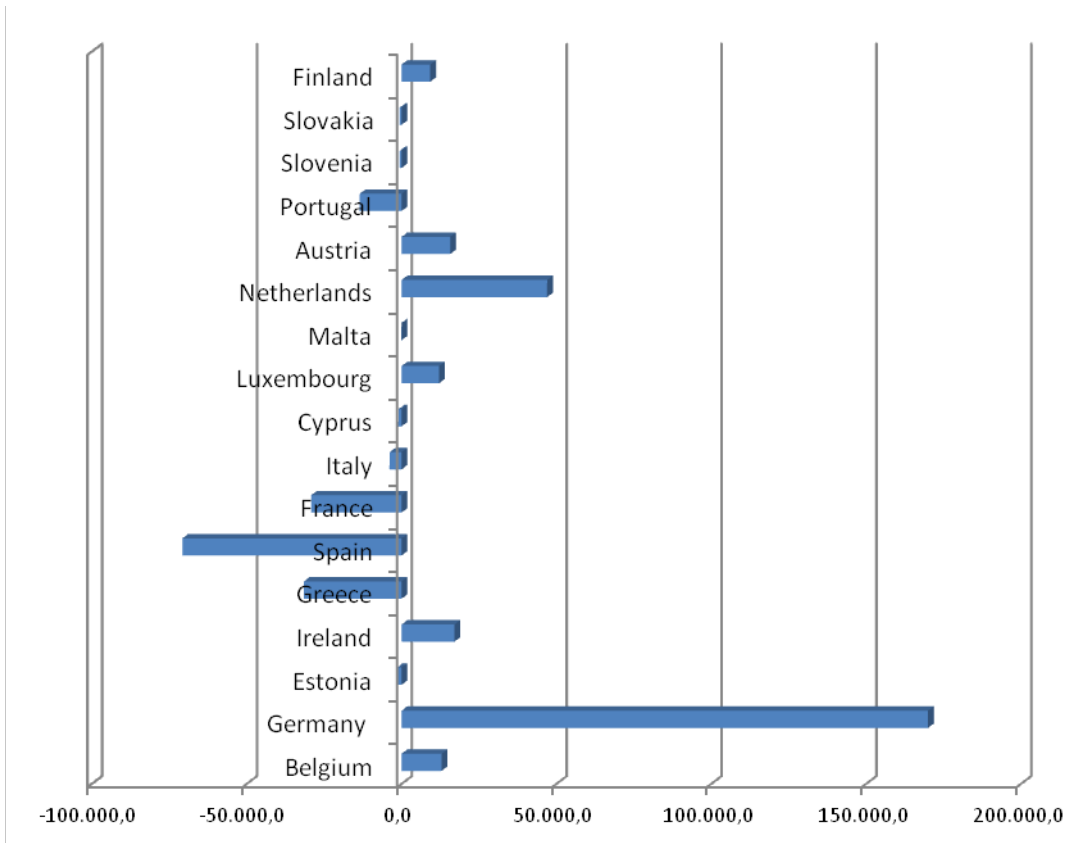


Gráfico 4.- PIB por habitante (a precios de mercado), 2012



Fuente: EUROSTAT y elaboración propia

Gráfico 5.- Saldo de la balanza de bienes y servicios (millones de euros), 2007



Fuente: EUROSTAT y elaboración propia

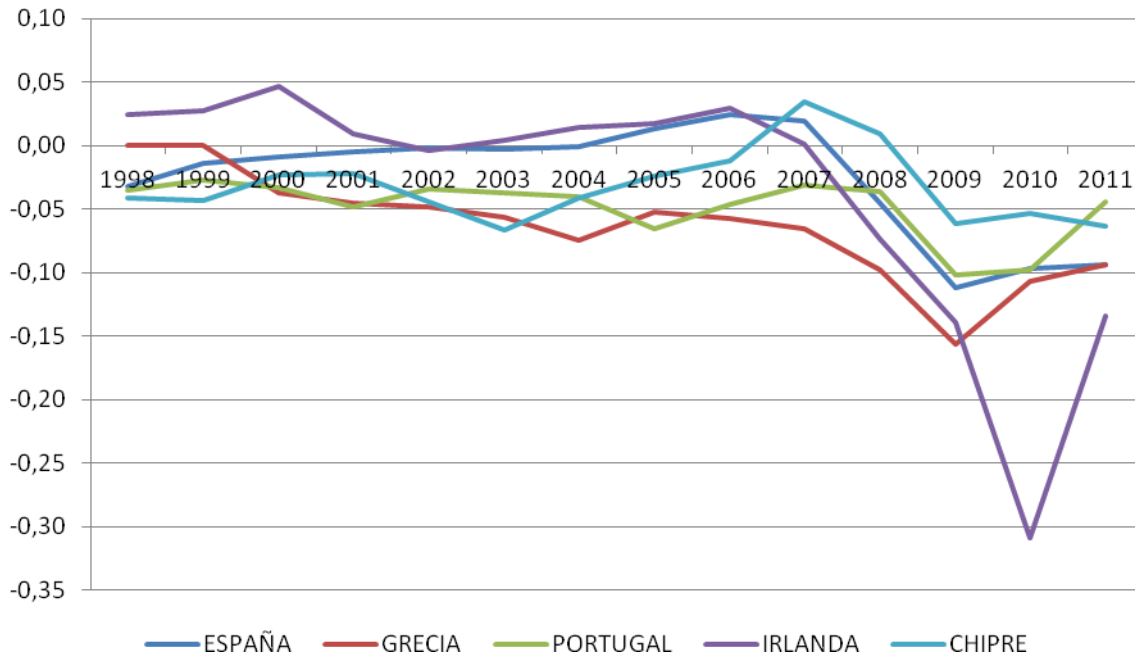
Esta heterogeneidad no es un hándicap insalvable cuando se está en un período de crecimiento económico, ya que las dificultades para *seguir la senda común* de algunos países pueden ser financiadas por el resto, pero sí se convierte en un elemento condicionante fundamental cuando la economía se pone *cuesta arriba*. En una crisis como la actual la herramienta macroeconómica tradicional para afrontarla en países de baja competitividad ha sido la utilización de la política monetaria y cambiaria, recurriendo a devaluaciones competitivas que encarecen los productos exteriores, reduciendo las importaciones, y abaratan las exportaciones, que aumentan. Eso es por ejemplo lo que hizo España en la década de los noventa. Pero su empleo en la actualidad no es factible entre los países de la Eurozona al tener una moneda única. Además, tampoco se puede manejar la política cambiaria conjunta del euro, ya que como se puede observar en el gráfico 5 los intereses de países como Alemania u Holanda, con saldo positivos, son muy diferentes a los de Francia, España<sup>18</sup> o Grecia que presentaban saldos negativos.

En segundo lugar el proceso de integración económica de la zona euro ha sido incompleto. Los intereses políticos de los países miembros primaron sobre la lógica económica en su construcción. Esto ha dado origen a la inconsistencia de la política económica: mientras que tenemos una moneda común con una política monetaria dirigida por un banco central, el BCE, al mismo tiempo se ha permitido el control de las políticas fiscales y presupuestarias por cada estado miembro, al menos hasta que la crisis de 2007 puso en evidencia que combinar ambas opciones era imposible. Esto ha condicionado manifiestamente las respuestas conjuntas de la zona euro a la *Gran Recesión*, y muy especialmente a la capacidad de actuación del BCE, que al comienzo de la crisis tuvo que observar impasible cómo se aplicaban políticas presupuestarias de todo tipo, desde las de corte neoconservador, restrictivas, hasta las más keynesianas con un carácter expansivo. Los gráficos 6 y 7 muestran la evolución del déficit y de la deuda públicos de los países intervenidos por la Troika.

Por último, tampoco se ha llevado a cabo una integración financiera propiamente dicha, por lo que no puede hablarse de un Sistema Financiero Europeo, al menos no en su concepción ortodoxa en la línea de los que funcionan en Estados Unidos, Reino Unido o Japón. La integración monetaria/financiera se ha quedado en la creación de una moneda única y una autoridad común, pero no se han dado pasos adicionales hasta que los países miembros no se han visto obligados, como es el caso de la Unión Bancaria<sup>19</sup> o la creación de entidades supervisoras<sup>20</sup>. Esto supone que no ha habido mecanismos automáticos de actuación conjunta, que no existía un supervisor único ni mucho menos un prestamista de última instancia sino diecisiete..., y que cualquier medida que se quiera adoptar debe ser previamente aprobada por los estados miembros, lo que supone no solo un retraso en su implementación sino que la elección de cuál ejecutar depende de la distribución de poder entre estados.

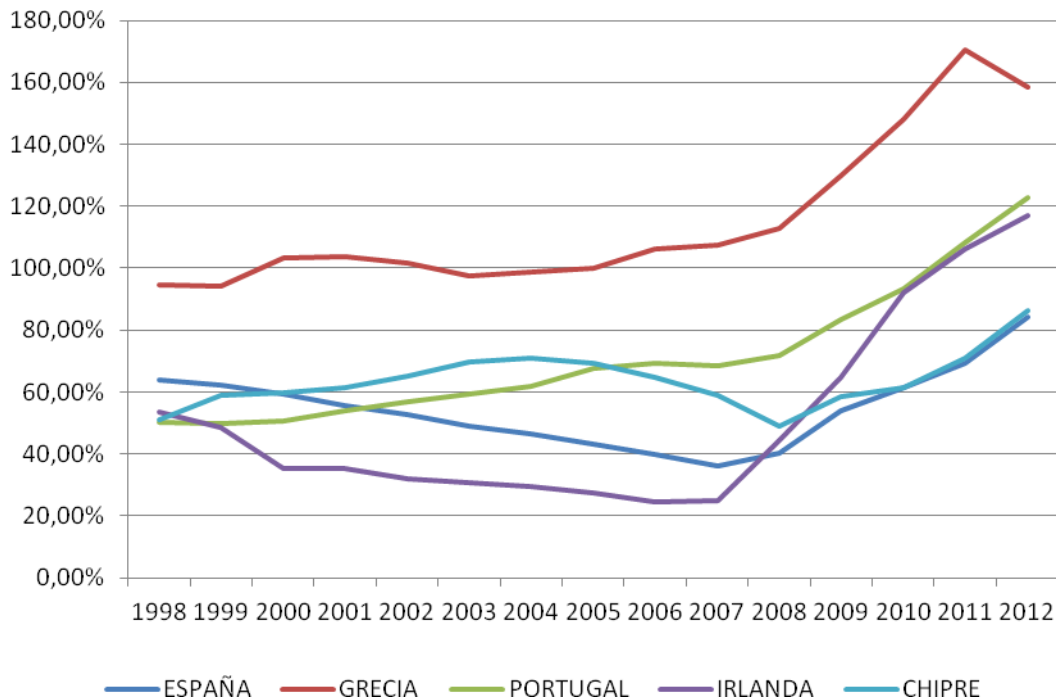


Gráfico 6.- Evolución del déficit público para Grecia, Portugal, Irlanda, España y Chipre (porcentaje del PIB)



Fuente: EUROSTAT y elaboración propia

Gráfico 7.- Evolución de la Deuda pública para Grecia, Portugal, Irlanda, España y Chipre (porcentaje del PIB)



Fuente: EUROSTAT y elaboración propia

### *2.3. Antecedentes. La concepción del BCE*

La decisión política de no implantar un verdadero Sistema Financiero Europeo tiene su traslación en la propia concepción del Banco Central Europeo, de sus objetivos e instrumentos, lo que ha condicionado su capacidad de actuación en la crisis. Los principales aspectos que queremos destacar son los siguientes:

#### *2.3.1. Objetivo único: la estabilidad de precios*

El objetivo fundacional del BCE es *mantener la estabilidad de precios*, tal y como establece el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, lo que se traduce en un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para la zona euro inferior al 2%<sup>21</sup>.

Si bien dicho artículo incluye que el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales de la Unión Europea cuyos objetivos reflejados en el Tratado de la UE son un nivel alto de empleo y un crecimiento sostenible, añade dos coletillas esenciales en su interpretación: una que el crecimiento debe ser *no inflacionario*; y la segunda, que todo esto debe hacerse *sin perjuicio del objetivo principal* que sigue siendo la estabilidad de precios. Esto supone que, como señalan Compadre del Río et al (2012), “el control de la inflación es el objetivo central y prioritario del BCE, que asume así el punto de vista teórico según el cual la política monetaria solo puede influir en el nivel de precios de la economía, y no puede incidir de forma duradera sobre las variables reales”<sup>22</sup>.

#### *2.3.2. Inexistencia de funciones supervisoras*

Un carencia fundamental de las atribuciones del BCE previas a la crisis fue la de funciones supervisoras sobre el sector bancario, y en concreto los bancos comerciales, y la oferta de crédito. Esto se debía a que dentro de sus objetivos no figuraba la estabilidad financiera, ya que su actuación se guiaba bajo el principio de separación entre la política monetaria, orientada única y exclusivamente al control de la inflación, y la citada estabilidad financiera.

Las medidas encaminadas a controlar la estabilidad de los sistemas financieros de los países miembros, tanto macro como microprudenciales, se delegaron en los respectivos bancos centrales, que de esta forma fiscalizaban sus propias entidades pero no tenían ninguna capacidad de actuación sobre el resto de la zona euro.

No obstante, la evolución de la crisis ha obligado a las autoridades y al BCE a cambiar su actitud, como ya hemos mencionado. Esto se ha traducido en la aprobación por el Parlamento europeo el 12 de septiembre de 2013 de la *Encomienda de tareas específicas al BCE en lo que respecta a las políticas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito*<sup>23</sup>.



### 2.3.3. No es prestamista de última instancia

El BCE se ha configurado como un *banco confederal*, pero no como el Banco Central de un auténtico sistema financiero europeo de la zona euro, en la misma línea de lo que puede ser el FED o el Banco de Inglaterra<sup>24</sup>. Esto se aprecia muy claramente en que mientras los últimos son *prestamistas de última instancia* no lo es así en el caso del BCE, que “delega” esa función a las autoridades de cada uno de los países miembros, que responden de y supervisan su sistema financiero nacional.

### 2.3.4. No es banquero de los estados miembros

Otra de las características ausente de los criterios fundacionales del BCE de la que si disponen los bancos centrales de Estados Unidos, Reino Unido o Japón es la capacidad de actuar como banquero y prestamista del estado. Así por ejemplo, la FED puede adquirir y mantener bonos estatales, y los Bancos de Japón y de Inglaterra pueden prestar dinero a las autoridades.

El siguiente cuadro, traducido de Richter y Wahl (2011), resume las diferencias entre el BCE y lo que podríamos denominar la concepción ortodoxa de un banco central.

Tabla 1. Comparativa entre el BCE, la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra

	BCE	Reserva Federal	Banco de Japón	Banco de Inglaterra
MANDATO	Estabilidad de precios	Estabilidad de precios, crecimiento y empleo	Estabilidad de precios (primario) desarrollo sostenible (secundario)	Estabilidad monetaria. Estabilidad financiera
INDEPENDENCIA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Comisión ejecutiva nombrada por los ministros de finanzas de los países miembros y elegida por el Consejo Europeo</li> <li>• Mandato de 8 años</li> <li>• Sin reelección</li> <li>• No están permitidos los préstamos al gobierno</li> <li>• Independiente desde su</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Comisión de Gobernadores nombrada por el Presidente y confirmada por el Senado</li> <li>• Mandato de 14 años</li> <li>• Sin reelección</li> <li>• Puede adquirir y mantener bonos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gobernadores elegidos por el gobierno; las dos cámaras tienen que dar su aprobación</li> <li>• Mandato de 5 años</li> <li>• Permitida la reelección</li> <li>• Permitidos los préstamos al gobierno</li> <li>• Independiente desde 1998 (pero con relaciones muy cercanas con el gobierno)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Designados por la Corona</li> <li>• Mandato de 5 años</li> <li>• Se permite una reelección</li> <li>• Permitidos los préstamos al gobierno</li> <li>• Independiente desde 1998</li> </ul>

	creación en 1998		debido a la Ley BoJ)	
RESPONSABILIDAD	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informes anuales al Parlamento Europeo (PE)</li> <li>• Asistencia al PE siempre que lo demanden sus miembros o a iniciativa propia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informe anual al Congreso</li> <li>• Audiencias semestrales ante el Congreso</li> <li>• Audiencias anuales ante la Cámara de Representantes</li> <li>• Le pueden pedir informes adicionales siempre que lo deseen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informe semestral al Parlamento</li> <li>• Audiencias siempre que lo pida una de las dos cámaras</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informe anual al Parlamento</li> <li>• Audiencias regulares en la Cámara de los Comunes</li> <li>• Los nuevos miembros de presentarse ante la Cámara de los Comunes</li> </ul>

Fuente: Richter y Wahl (2011)

### 3. LA ACTUACIÓN DEL BCE DURANTE LA CRISIS

Nuevamente, no es la función de este artículo discutir en profundidad el comportamiento del BCE durante la Gran Recesión, que ha sido analizada por numerosos autores (Novales (2010), Richter y Wahl (2011), Ayuso y Malo de Molina (2011), Compadre del Río et al (2012), Menezes y Rodil (2012), Álvarez Gil y González-Páramo (2012), González-Páramo (2012) o Millaruelo y del Río (2013) por citar solo algunos). Además, su cronología puede consultarse en BCE (2013). No obstante, señalaremos los grandes rasgos de su actuación.

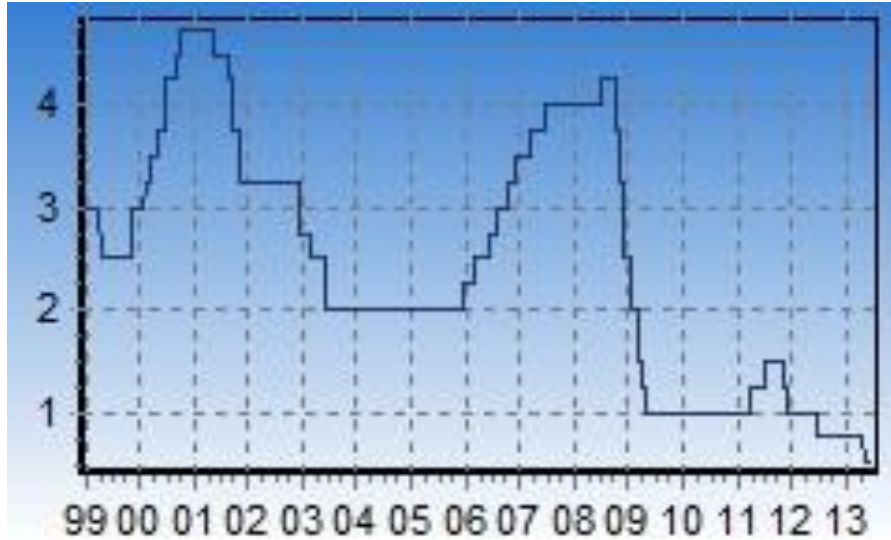
El BCE intervino al principio con medidas convencionales asumiendo la función de redistribución de liquidez y sustituyendo a los mercados monetarios que en 2007 estaban completamente bloqueados. Para ello inyectó liquidez mediante operaciones de mercado abierto. Es lo que Ayuso y Malo de Molina (2011) denominan la primera fase, en la que el BCE se circunscribe a gestionar la liquidez sin que cambie ni la orientación de la política monetaria, ni el tamaño y composición de su balance.

No obstante, también hay que señalar que la reacción del BCE fue mucho más tardía que la de otras instituciones como el FED, fruto nuevamente de una visión demasiado monetarista de la crisis: el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación se mantuvo inamovible en el 4% desde junio de 2007 hasta julio de 2008, cuando lo subió al 4,25%; a partir de entonces ha realizado reducciones progresivas con excepción



de dos subidas en abril y julio de 2011 hasta situarse en el 0,5% en la actualidad. Su evolución está recogida en el gráfico 8.

Gráfico 8.- Evolución de los tipos de interés del BCE



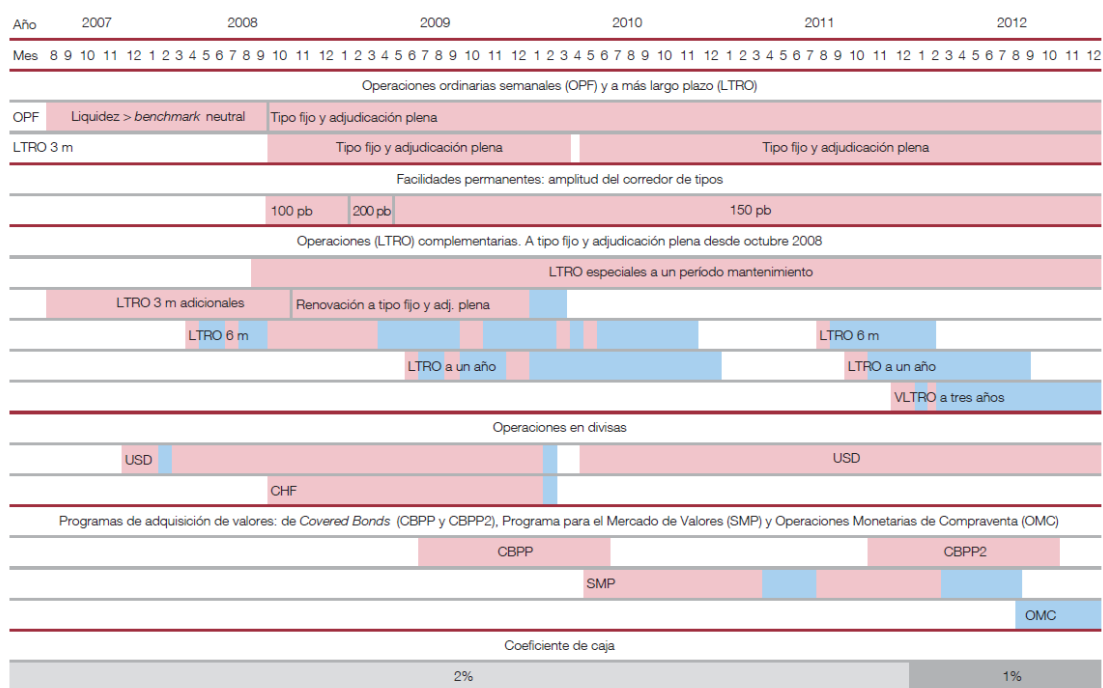
Fuente: BCE

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 marca un salto cualitativo en la crisis, afectando a la economía real. Para hacerle frente se relaja la política monetaria y el BCE introduce medidas no convencionales que actúan en otros segmentos de los mercados financieros diferentes al monetario. Destacan entre ellas:

- La realización de subastas de tipos de interés con adjudicación plena en todas las operaciones de suministro de liquidez.
- La incorporación de operaciones de financiación adicionales con vencimiento a uno y tres meses, así como otras a vencimientos más largos, de seis meses y un año, y hasta de tres años a partir de diciembre de 2011.
- La ampliación del sistema de activos de garantía. En diciembre de 2011 el BCE anunció que ampliaba la lista de activos de garantía y permitía de forma temporal que los bancos centrales nacionales aceptasen categorías adicionales de préstamos no titulizados que cumpliesen con criterios de selección específicos.
- La implantación de dos programas de adquisiciones directas de bonos garantizados (el primero en mayo de 2009 por valor de 60.000 millones de euros y el de octubre de 2011 por valor de 40.000 millones de euros).
- La introducción de operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera.
- Un programa de adquisiciones directas de instrumentos de renta fija (el Programa para los Mercados de Valores).
- La implantación, en septiembre de 2012, de las Transacciones Monetarias Directas (OMC u OMT en inglés)<sup>25</sup> para la defensa del euro, que permiten al BCE comprar bonos soberanos a corto plazo de países con problemas sujetos al cumplimiento de estrictas condiciones.

El siguiente gráfico, extraído de Millaruelo y del Río (2013), las resume cronológicamente.

Gráfico 9. Cronología de medidas no convencionales del Eurosistema



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a El color rojo indica que durante ese mes se llevaron a cabo dichas operaciones, mientras que el azul indica que no se llevaron a cabo nuevas operaciones ese mes, pero que la liquidez proporcionada por las operaciones anteriores sigue vigente.

### 3.1 Cambios propuestos en el BCE y su rol en la gestión de la política monetaria de la zona euro

De lo expuesto en los apartados anteriores y en especial del relativo a la forma en que fue creado y ha intervenido el BCE se desprenden las medidas que, a nuestro juicio, deberían haberse puesto en marcha para permitir que este actuase como un auténtico banco central de la zona euro y que su comportamiento hubiese servido para aliviar los efectos de la crisis en lugar de profundizarlos como, a nuestro juicio, ha ocurrido.

Los principales cambios sugeridos son los siguientes:

#### 3.1.1. Ampliación de objetivos incluyendo el crecimiento y el empleo

Como ya hemos mencionado, el objetivo único del BCE es *mantener la estabilidad de precios*. Esta es una de las grandes diferencias con respecto a los bancos centrales de otros países, y en concreto del FED estadounidense, que incluye al mismo nivel el crecimiento y el empleo<sup>26</sup>. Por su parte el Banco de Japón incorpora como objetivo secundario el desarrollo, y Banco de Inglaterra aboga también por la estabilidad financiera.





Una visión tan estrictamente monetarista de la política monetaria como la del BCE condicionó su actuación en la primera fase de la crisis, en la que se limitó a suministrar liquidez y no fue hasta la quiebra de Lehman Brothers y su traslación a la economía real que no se decidió a aplicar medidas no convencionales. Esto ha sido criticado por muchos profesionales de la economía, los gobiernos de los países más fuertemente afectados por la Gran Recesión e incluso por autoridades como Strauss-Kahn, expresidente del FMI, que afirma que los mantras tradicionales de la teoría económica más ortodoxa, entre los que se encuentra la dedicación de la política monetaria tan solo a la estabilidad de precios han sido *arrasados* por la actual crisis<sup>27</sup>. El mismo Olivier Blanchard et al (2010), economista jefe de esa institución, se atreve a afirmar que los objetivos de inflación deberían ser más flexibles que el 2%, ya que “*el comportamiento de la inflación es mucho más complejo de lo que es asumido por nuestros modelos simples y nuestro entendimiento de la relación entre la actividad y la inflación es bastante pobre, especialmente cuando la tasa de inflación es baja*”.

En consecuencia, el BCE debería cambiar sus estatutos para incluir, junto con el objetivo del mantenimiento del nivel de precios, los de crecimiento y mantenimiento del empleo, lo que llevaría a una política monetaria más flexible y, sobre todo, con mayor capacidad de actuación en los momentos en que el ciclo económico se sitúe en fase de depresión.

### *3.1.2. Asunción de funciones supervisoras con la misión de mantener la estabilidad financiera*

Otra carencia original del BCE es que dentro de sus objetivos no figurase la estabilidad financiera. Nuevamente nos encontramos con una definición de la política monetaria excesivamente estricta que separa conceptualmente la estabilidad de precios y la del sistema financiero.

Es esta una concepción errónea. En la actualidad, con la complejidad del sistema financiero y de sus instrumentos, es preciso poner límites a la acción de los intermediarios financieros e introducir medidas de supervisión tanto macroprudencial, del conjunto del sistema, como microprudencial, de las entidades individuales que lo componen si no se quiere ver comprometida la estabilidad financiera. Así lo reconoce Basilea III con las medidas que introduce y cuyo control de cumplimiento no debería dejarse en manos de los bancos centrales nacionales sino centralizarlas en el BCE, que actuaría así como un auténtico banco central del sistema financiero europeo integrado.

El criterio arriba expuesto se refuerza con la denominada *paradoja de la credibilidad* de C. Borio<sup>28</sup> según la cual los esfuerzos de los bancos centrales para ganar credibilidad asegurando la estabilidad monetaria paradójicamente llevan a la inestabilidad financiera: la confianza en la capacidad del banco central para mantener la estabilidad

monetaria puede crear un problema de *riesgo moral* alentando a los actores financieros a tomar riesgos excesivos.

Esta doctrina del BIS está incluso reconocida por los más ortodoxos de la política monetaria. Así Ayuso y Malo de Molina (2011) señalan que: “la política monetaria debe tener en cuenta ex ante y no solo ex post las posibles consecuencias de la inestabilidad financiera sobre la inflación, prestando especial atención, sobre todo, a las potenciales fricciones que, aun resultando relativamente improbables, pueden tener efectos particularmente negativos en caso de materializarse. La vigilancia de los precios de los activos y de la evolución del crédito ocuparía así un papel relevante en el diseño de la estrategia de los objetivos monetarios con tareas complementarias en el doble frente de la estabilidad de precios y financiera”.

Como ya hemos mencionado antes, finalmente la Eurozona ha visto la necesidad de preservar la estabilidad financiera y ha creado diferentes instituciones como el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), Bancaria, de Seguros y Pensiones y Valores y Mercados; ha dado origen en marzo de 2011 al Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE/ESM), cuya misión es movilizar financiación y proporcionar asistencia financiera, bajo condiciones estrictas, a los Estados miembros de la zona euro que sufran graves problemas de financiación o la amenaza de los mismos, con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera de la zona euro en su conjunto, y ha aprobado en el Parlamento europeo la *Encomienda de tareas específicas al BCE en lo que respecta a las políticas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito*.

Pero la complejidad de los procesos de toma de decisión, con disposiciones de mutuo acuerdo para la concesión de la asistencia financiera en el ESM y el hecho de que el BCE asuma su misión supervisora en otoño de 2014 hacen que el avance hacia una auténtica Unión Bancaria y, consecuentemente, un sistema financiero integrado sean excesivamente lentos para las necesidades acuciantes de algunos países de la zona euro e incluso para su conjunto.

### *3.1.3. Actuación como prestamista de última instancia para las entidades bancarias*

Aun cuando en los primeros momentos de la crisis puede considerarse que el BCE actuó como prestamista de última instancia de las instituciones financieras europeas, suministrando liquidez por medio de operaciones de mercado abierto, el hecho de que no se haya definido claramente esa función para el Banco Central Europeo hace que deban ser los países a través de su deuda pública los que asuman los costes del salvamento de sus sistemas financieros con problemas de liquidez/solvencia. Esto condiciona su capacidad de acción, actuando además como *correa de transmisión* de la crisis financiera a la economía real y de la deuda bancaria a la deuda pública. Los



recursos para solventar las dificultades del sistema bancario pasan a ser un pasivo de los estados, incrementado su deuda pública y, en consecuencia, las necesidades de ajuste presupuestario para que esta última no se sitúe en una senda explosiva<sup>29</sup>.

Esta situación actual vuelve a poner de manifiesto la realidad de que no existe un auténtico sistema financiero europeo integrado con un banco central, y que la Eurozona es simplemente un tipo de cambio fijo más una institución que controla la inflación. La opción más realista, aunque prácticamente imposible dada la correlación de fuerzas actual, consistiría en la implantación de una auténtica Unión Bancaria con una única autoridad monetaria y un sistema conjunto de garantías de depósito que actuase como un banco central al uso (FED, Banco de Inglaterra o Banco de Japón).

#### *3.1.4. Posibilidad de préstamos a los estados miembros*

Finalmente, algunos autores (Richter y Wahl (2011)) sugieren que el BCE debería asumir también las funciones de banquero del gobierno, al igual que hacen el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra, que tiene entre sus atribuciones el poder prestar al gobierno, e incluso la FED que tiene capacidad para adquirir y mantener bonos gubernamentales. Su argumento se basa en la excesiva dependencia de las finanzas públicas de los mercados financieros “problema básico del diseño de las sociedades contemporáneas”.

Este es, sin embargo, un enfoque no exento de controversia, ya que puede introducir un problema de *riesgo moral*<sup>30</sup> en las actuaciones de los gobiernos de países que manejan su política presupuestaria y podrían querer financiarla a través del BCE.

## 4. CONCLUSIONES

A lo largo de este artículo hemos visto cómo los bajos tipos de interés imperantes durante la primera década del siglo XXI, que fomentaban el endeudamiento y desaconsejaban las formas tradicionales de depósito del ahorro, junto con una desregulación del sistema financiero que incrementó de forma desmedida el apalancamiento de las instituciones financieras, especialmente de las más tradicionales, aumentado el riesgo asumido que, además, esparcieron por todo el sistema financiero a través de las titulizaciones, los CDOs y los CDS fueron un caldo de cultivo propicio para el estallido de la crisis financiera que se produjo en 2007. A ello hay que añadir la existencia de una Eurozona compuesta por países muy heterogéneos y con errores básicos de creación, como el hecho de dejar la política fiscal en manos de los países miembros mientras que, por el contrario, se producía una unión monetaria que permitía crear una moneda única y el BCE.

También hemos señalado que son los propios fallos de definición del BCE los que han limitado su capacidad de actuación durante la crisis y hemos propuesto algunas líneas de actuación: la ampliación de los objetivos hacia el crecimiento, el empleo y la estabilidad financiera, abandonando posturas monetaristas excesivamente estrictas que ni siquiera sus defensores teóricos más acérrimos mantienen después de lo ocurrido en los últimos años; la asunción de supervisión y la actuación de prestamista de última instancia tanto para las instituciones financieras como para los gobiernos.

La opción que tiene la Eurozona sobre la mesa es, a nuestro juicio, muy clara: o bien elige seguir el camino del establecimiento de unos Estados Unidos de Europa en la línea de los americanos, lo que supone ceder soberanía fiscal y el establecimiento de un sistema financiero europeo integrado que no sea la suma de los diecisiete nacionales con una autoridad monetaria única, o bien sus perspectivas a medio plazo no son nada halagüeñas. Ello implica la implantación real de una Unión Bancaria que “*exige una entidad de liquidación de bancos y un fondo de garantía de depósitos común, y ambos necesitarán el respaldo de un Tesoro único y de un eurobono*”<sup>31</sup>.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ GIL, M.J. Y J.M. GONZÁLEZ-PÁRAMO (2012): “La gestión de la crisis financiera global: el papel del Banco Central Europeo”, *Revista Asturiana de Economía*, nº. 48, pp 87-102.
- AYUSO, J. Y MALO DE MOLINA, J.L. (2011): “El papel de los bancos centrales durante la crisis financiera: lecciones para el futuro”, *Papeles de la Fundación*, nº. 42, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 49-64.
- BCE (2013): “Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema”. *Boletín Mensual del BCE*, Junio 2013, Anexos.
- BLANCHARD, O.; DELL’ARICCIA, G. Y MAURO, P. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. IMF staff paper. Washington.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
- BUITER, W. (2007): “Lessons from the 2007 financial crisis”, Centre for Economic Policy Research, *Policy Insight*, nº. 18, pp. 1-33.
- CALVO, J.L. (2013): "El gran pinchazo. Una visión desde la Teoría Económica de cómo hemos llegado a la actual crisis y las políticas para resolverla", en Crisis Económica, Desequilibrios y Cambio Estructural, M. Ahijado (coordinador). UNED y Editorial CEURA. Madrid, pp. 61-90.



- COMPADRE DEL RÍO, C.; PAREJO, M.P. Y. URBIOLA, P. (2012): *Política monetaria en tiempos de crisis: el Banco Central Europeo y la Reserva Federal*. Universidad Carlos III. Madrid
- DIEZ, J. C. (2013): *Hay vida después de la crisis*. Plaza y Janés. Barcelona.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. (2008): “La crisis financiera: origen, diagnóstico y algunas cuestiones”, en *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*, pp. 13-30. Madrid: Ediciones Empresa Global.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. (2012): “La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis”, *Revista de Economía Mundial*, nº. 30, pp 83-102.
- KRUGMAN, P. (2009): *El Retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Editora Crítica. Barcelona.
- MARTÍNEZ, J. A.; CALVO, J.L. Y CALVO, T. (2012): “Cronología de la última crisis financiera”. En J.A. Martínez y J.L. Calvo *Banca y Mercados Financieros*, 2ª edición. Editorial Tirant lo Blanch. Valencia.
- MILLARUELO, A. Y DEL RÍO, A. (2013): “Las medidas de política monetaria n convencionales del BCE a lo largo de la crisis”. *Boletín Económico*, enero 2103, Banco de España, pp 89-99.
- NOVALES, A. (2010): *Política Monetaria antes y después de la Crisis Financiera*. Departamento de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense, Madrid. Marzo.
- REINHART, C. Y ROGOFF, K. S. (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton Press.
- RICHTER, F. Y WAHL, P. (2011): “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”. *World Economy, Ecology & Development*.
- ROUBINI, N. Y MIHM, S. (2010): *Cómo salimos de ésta*. Destino. Barcelona.
- STIGLITZ, J. E. (2010): *Caída Libre: el libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. Taurus Pensamiento. Madrid.
- 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.
- WAPSHOTT, N. (2011): *Keynes vs. Hayek*. Norton & Company. New York. Versión española de Ed. Deusto (2013).

## REFERENCIAS

- <sup>1</sup> Al que algunos autores denominan ya la *Gran Recesión*. En términos generales se considera que la crisis comenzó en agosto de 2007, si bien ya había signos previos de que el modelo estaba agotado: Wall Street sufrió un desplome por la crisis hipotecaria en marzo, cerrando el día 13 con el mínimo anual de 13.602,4 puntos. Además, el precio de la vivienda en EE.UU. bajó por primera en seis años también en ese mes. Para una cronología de la crisis hasta 2011 puede consultarse Martínez, Calvo y Calvo (2012).
- <sup>2</sup> Cuya concepción es similar a la *exuberancia irracional* de Alan Greenspan y que también ha sido denominada *ilusión patrimonial* (Menezes y Rodil (2012)).
- <sup>3</sup> Para valorar los efectos de este crédito barato podemos señalar que la deuda de las familias españolas pasó de representar el 30% del PIB en 1995 al 86% en 2013.
- <sup>4</sup> Siguiendo a Reinhart y Rogoff (2009) puede afirmarse que la evolución de esta crisis fue primero de liquidez, luego de solvencia y tras la caída de Lehman Brothers se transformó en una crisis de la economía real por falta de financiación para sus actividades.
- <sup>5</sup> Como señalan Menezes y Rodil (2012) bajo la idea de que los precios seguirán subiendo indefinidamente para la entidad prestamista no es crucial que la persona que ha contraído la hipoteca pueda pagar sus cuotas: si estas son elevadas, el hipotecado puede conseguir refinanciarla solicitando un nuevo préstamo respaldado por la inversión líquida; o, en el peor de los casos, puede vender su vivienda para liquidar la deuda. En segundo lugar, las instituciones financieras no estaban preocupadas por la calidad de las hipotecas, puesto que, en vez de conservarlas, las vendían a otros inversores que poco sabía lo que estaban comprando, Krugman (2009).
- <sup>6</sup> Esto es especialmente relevante, al menos a corto plazo, en mercados hipotecarios como el americano, donde el prestatario puede renunciar a la vivienda cuando su valor de mercado es inferior a su hipoteca –una especie de *dación en pago*–.
- <sup>7</sup> El 15 de septiembre de 2008.
- <sup>8</sup> Página 3.
- <sup>9</sup> El Banking Act de 16 de junio de 1933 más conocida como ley Glass-Steagal.
- <sup>10</sup> Un análisis de ese debate puede encontrarse en Calvo (2013).
- <sup>11</sup> Una referencia básica es la de N. Wapshott (2011).
- <sup>12</sup> [http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.pdf)
- <sup>13</sup> Medido como la ratio deuda sobre activos.
- <sup>14</sup> [http://serviciosweb.meh.es/apps/dgpe/TEXTOS/pdf/completos/sie\\_completanexo\\_cf.pdf](http://serviciosweb.meh.es/apps/dgpe/TEXTOS/pdf/completos/sie_completanexo_cf.pdf)
- <sup>15</sup> Un excelente ejemplo de CDO se puede encontrar en <http://www.gurusblog.com/archives/que-son-los-cdos/15/10/2008/>
- <sup>16</sup> En muchos casos con un desembolso no superior al 5% y el restante 95% a crédito.
- <sup>17</sup> Como señala Díez (2013): “*Europa nunca ha sido un área monetaria óptima en términos puramente económicos*”.



- 18 Mientras que de enero a junio de 2012 el saldo de la balanza por cuenta corriente fue de -16.978 millones de euros, para ese mismo período de 2013 alcanzó un saldo positivo de 1.358. Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.  
<http://serviciosweb.meh.es/APPS/DGPE/textos/ice/infotrim/infbdp6.pdf>
- 19 Toda la normativa sobre los servicios financieros europeos puede consultarse en:  
[http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_general\\_framework/index\\_es.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/index_es.htm)
- Por otro lado, la *Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE Texto pertinente a efectos del EEE* se encuentra en:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32013L0036:ES:HTML>,  
y el *Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 Texto pertinente a efectos del EEE* en:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32013R0575:ES:HTML>  
Finalmente, los hitos de la Unión Bancaria pueden consultarse en:  
<http://www.ecb.europa.eu/ssm/establish/html/index.es.html>
- 20 El Informe Larosiére o Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la supervisión financiera en la Unión Europea es de febrero de 2009. A partir de él se han creado el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), Bancaria, de Seguros y Pensiones y Valores y Mercados.  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/committees/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm)
- 21 Acuerdo del Consejo de Gobierno del BCE en octubre de 1998
- 22 Página 2.
- 23 <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0372+0+DOC+XML+V0//ES#BKMD-9> No obstante, el BCE no asumirá sus funciones de supervisión bancaria hasta el otoño de 2014. <http://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.es.html>
- 24 Como afirman Ayuso y Malo de Molina (2011): "...el BCE, siendo el banco central de 17 estados diferentes con plena soberanía en otras ramas de la política monetaria..."
- 25 [https://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp\\_011.es.html](https://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_011.es.html)
- 26 De hecho las políticas monetarias seguidas en los dos lados del Atlántico son absolutamente contrapuestas. Mientras que en Europa la presión de Alemania y los países del norte de la zona euro han obligado a actuar con políticas de oferta en la más estricta ortodoxia monetarista, tanto B. Bernanke como su sucesora al frente del FED J. Yellen han optado por políticas de demanda para impulsar la economía americana.
- 27 Citado en Richter y Wahl (2011).
- 28 Bank of International Settlements (BIS).
- 29 Por ese motivo el gobierno y la banca española han solicitado varias veces que el BCE asuma el rol de prestamista de última instancia, algo a lo que el gobierno alemán se ha negado sistemáticamente. <http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/acierto-abril/mercados->

cotizaciones/noticias/3519725/11/11/La-banca-espanola-pide-que-el-BCE-sea-prestamista-de-ultima-instancia.html

<sup>30</sup> El riesgo moral es un concepto económico que describe aquellas situaciones en las que un individuo tiene información privada acerca de las consecuencias de sus propias acciones y sin embargo son otras personas las que soportan las consecuencias de los riesgos asumidos. El riesgo moral nos informa de cómo los individuos asumen en sus decisiones mayores riesgos cuando las posibles consecuencias negativas de sus actos no son asumidas por ellos, sino por un tercero. [http://es.wikipedia.org/wiki/Riesgo\\_moral](http://es.wikipedia.org/wiki/Riesgo_moral)

<sup>31</sup> Díez (2013), página 171.

